BANQUE DU CANADA

Les conférences Thiessen

Conférences données par Gordon G. Thiessen,
gouverneur de la Banque du Canada
de 1994 à 2001

Pour obtenir des exemplaires de cette publication,
veuillez vous adresser au :

Service de la diffusion des publications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Téléphone : (613) 782-8248
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : www.banqueducanada.ca

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

Les conférences Thiessen

Conférences données par Gordon G. Thiessen,
gouverneur de la Banque du Canada
de 1994 à 2001

Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9
Janvier 2001

101-02906/

Table des matières

Avant-propos

David Laidler, Université Western, London (Ontario) *i*

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada

Conférence HERMES-Glendon donnée au Collège Glendon de l'Université York, Toronto (Ontario), le 30 mars 1995 3

Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne

Conférence Gibson donnée à l'Université Queen's, Kingston (Ontario), le 15 octobre 1998 25

D'une génération à l'autre : l'évolution des points de vue sur le rôle de la politique monétaire depuis la Commission Porter

Conférence commémorative Tony Hampson donnée à l'Institut C.D. Howe, Toronto (Ontario), le 11 mars 1999 49

Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada de 1935 à 2000

Conférence prononcée devant la Faculté des sciences sociales de l'Université Western, London (Ontario), le 17 octobre 2000 71

Avant-propos

*David Laidler**

C'est pour moi un honneur et un plaisir que de préfacer ce recueil de conférences prononcées par Gordon Thiessen au cours de son mandat à titre de gouverneur de la Banque du Canada.

La Banque est une composante tellement visible de notre paysage économique qu'on a peine à croire qu'elle n'existe que depuis 65 ans, et que le gouverneur qui prend maintenant sa retraite n'est que le sixième de son histoire. À en juger par la tenue de l'économie canadienne, le mandat de Gordon Thiessen a été un franc succès. Seule la valeur, très surveillée, du dollar canadien par rapport à sa contrepartie américaine, qui est passée grosso modo de 0,75 $ à 0,65 $ entre le début de 1994 et aujourd'hui, pourrait soulever certaines préoccupations. Mais, il faut savoir que la Banque du Canada ne se fixe plus de cibles de taux de change depuis 1970, et ce afin de pouvoir se concentrer sur des objectifs internes; or, il est beaucoup plus difficile de trouver quelque chose à redire à cet égard. Depuis que Gordon Thiessen a accédé aux fonctions de gouverneur, le chômage est passé de plus de 11 % à moins de 7 % de la population active et le produit intérieur brut en termes réels s'est accru d'environ 30 %. Le taux d'accroissement de l'IPC s'est maintenu entre environ 2 et 3 % par année et est même resté aux alentours de 2 % si l'on exclut ses composantes les plus volatiles.

Au début du mandat de Gordon Thiessen en tant que gouverneur, une grande partie de la lourde tâche consistant à rétablir la stabilité monétaire dans une économie où celle-ci avait fait défaut pendant au moins deux décennies avait déjà été accomplie dans le cadre de ce que Bill Robson et moi avons appelé la « grande désinflation canadienne » (Laidler et Robson, 1993), et la stratégie des cibles d'inflation était en place depuis trois ans. Il ne s'agissait donc pas de repartir à zéro, mais de consolider les acquis et de veiller à ce que l'économie canadienne commence enfin à profiter des vrais avantages de la stabilité monétaire. Au cours des années suivantes, plus précisément à partir du budget fédéral de 1995, la politique monétaire devait trouver un soutien considérable du côté de la politique budgétaire.

---

* *Professeur, chaire Banque de Montréal, Université Western Ontario. Également chercheur à l'Association des banquiers canadiens et à l'Institut C.D. Howe.*

Cette évolution a eu pour résultat heureux le « cercle vertueux » que nous connaissons aujourd'hui. La stabilité de la politique monétaire et le bas niveau de l'inflation au pays créent un climat propice à un essor de l'économie réelle et à un redressement remarquable des finances publiques; ceux-ci, à leur tour, rendent possibles le maintien de la stabilité de la politique monétaire et le bas niveau de l'inflation dans un avenir prévisible. Si tout cela peut paraître simple avec le recul, il ne faut pas perdre de vue le contexte international dans lequel ces changements se sont opérés. Les crises économiques ayant pris naissance en Amérique latine (1994-1995), en Asie (1997-1998) et en Russie (1998), tout comme les cycles de hausse et de baisse des prix qui en ont résulté sur les marchés des matières premières, si importants pour le Canada, sont autant de facteurs qui auraient pu faire dérailler la politique monétaire canadienne sous la gouverne de Gordon Thiessen.

Ce n'est pas tous les jours qu'un économiste professionnel peut avancer sans sourciller que la « science sinistre » elle-même a fourni des outils qui ont contribué à l'amélioration des politiques, et qu'il peut citer, à l'appui de ses dires, un recueil de conférences prononcées par un décideur public de premier plan. C'est pourtant le cas ici. Dans les pages suivantes, Gordon Thiessen décrit la vision théorique qui sous-tend le régime de politique monétaire du Canada, explique comment les choses se sont passées dans la pratique et place la théorie et la pratique dans le contexte de l'évolution de la pensée économique observée au Canada et ailleurs depuis la fondation de la Banque du Canada. J'aimerais mettre en relief quelques-uns des thèmes qui reviennent au fil de ces quatre conférences, que je recommande d'ailleurs vivement à tous mes collègues qui donnent des cours sur la politique monétaire canadienne et qui cherchent des titres utiles à ajouter à leurs listes de lectures suggérées.

En particulier, ces textes serviront à rappeler à de nombreux lecteurs à quel point les réflexions suscitées par la conduite de la politique monétaire durant la grande crise ont continué de faire sentir leurs effets durant les années d'après-guerre, et pas seulement au Canada. À tort ou à raison, on était arrivé à la conclusion que la politique monétaire avait un pouvoir relativement faible, et cette conviction a continué d'exercer un ascendant jusque dans les années 1960. Il aura fallu la relecture de la crise par Friedman et Schwartz (1963) et, facteur plus important encore, l'inflation des années 1970 et 1980, pour rendre la plupart des économistes et des décideurs publics à nouveau sensibles aux pouvoirs de la politique monétaire, en particulier à ses pouvoirs néfastes. Comme les textes suivants le montrent, deux contributions à la théorie économique de cette époque ont aussi joué un rôle déterminant dans l'orientation future de la politique monétaire du Canada.

Premièrement, le Canada est une économie très ouverte. Toutefois, durant les années d'après-guerre, les politiques monétaire et budgétaire sont souvent formulées à partir du principe que l'ouverture est une complication dont on peut se passer, du moins si l'on considère leur incidence au pays. Vers 1960, les politiques fondées sur ce principe ont commencé à avoir des conséquences imprévues. C'est alors que les travaux de Robert Mundell (1961, 1962, 1963), inspirés justement de ces problèmes, ont transformé le paysage intellectuel. Mundell nous a enseigné, entre autres, que les mouvements de capitaux internationaux jouent un rôle essentiel — enseignement précurseur de plus d'un débat à venir sur la mondialisation — et que les pouvoirs des politiques monétaire et budgétaire dans l'économie nationale sont intimement liés au régime de taux de change.

Deuxièmement, la politique monétaire visait des objectifs à court terme dans les années 1960, une autre pratique héritée des années 1930. Il était alors communément admis que la politique monétaire devait poursuivre des buts divers, et que ses maîtres d'œuvre pouvaient aisément se concentrer sur l'un ou sur l'autre, selon les impératifs du moment. Puis, Edmund Phelps (1967) et Milton Friedman (1968) nous ont prévenus que, même s'il n'est pas certain que nous serons tous morts à long terme, nous devons à tout le moins prendre le temps de comprendre les rouages de la politique monétaire et en tenir compte dans la prise de décisions futures. Les implications profondes de ce message ont mis un certain temps à être bien comprises : dans une économie fermée, ou une économie ouverte ayant un régime de taux de change flottants, la politique monétaire ne doit viser qu'un seul objectif à long terme, à savoir la maîtrise de l'inflation; les objectifs liés au chômage, aussi à long terme, doivent être poursuivis au moyen d'autres instruments; l'inflation et le chômage n'interagissent de façon systématique et importante que durant la période de transition marquant le passage d'un taux d'inflation à un autre.

Lorsque des représentants de la Banque du Canada prennent la parole dans le cadre d'un événement quelconque, ils parlent tant au nom de l'institution qu'en leur nom personnel. Cependant, les conférences publiques du gouverneur sont des communications qui revêtent un caractère spécial, et, dans les pages suivantes, Gordon Thiessen parle d'abord en son nom propre. Le lecteur peut être assuré que le gouverneur dit tout ce qu'il pense, et seulement ce qu'il pense, sur des sujets qui lui tiennent à cœur. Il est donc très intéressant de noter que ces conférences traitent souvent et largement de la facette de la théorie et de la pratique de la politique monétaire à laquelle Gordon Thiessen a le plus contribué durant son mandat comme gouverneur, à savoir le rôle joué par la transparence, aussi bien dans la conduite de la politique que dans ses mécanismes de transmission. D'ailleurs, cette transparence, les conférences l'illustrent parfaitement.

Lorsqu'il traite du mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'œuvre en 1995 et de l'expérience vécue en 1998 à l'égard des cibles d'inflation, ou lorsqu'il place les pratiques en cours en 1998 et en 2000 dans une perspective historique, Gordon Thiessen prend toujours grand soin d'expliquer le sens que la Banque donne ici et maintenant à ses décisions et celui qu'elle leur donnait à l'époque, ainsi que le pourquoi de celles-ci. De plus, il prend acte des critiques réfléchies dont les politiques de la Banque font l'objet et tente d'y apporter des réponses. En cela, ses conférences dénotent un degré de franchise qui aurait été inimaginable au début de sa carrière à la Banque, dans les années 1960. Qui plus est, Gordon Thiessen croit que de telles communications constituent en elles-mêmes l'un des canaux par lesquels la Banque du Canada exerce une influence sur l'économie, dans un environnement fondamentalement incertain. L'économiste du milieu universitaire peut très bien décider de ne pas tenir compte de cette incertitude, ce qu'il fait d'ailleurs couramment, mais l'économiste d'une banque centrale ne peut se payer ce luxe.

Pour que la politique monétaire soit efficace, la banque centrale doit évidemment disposer d'objectifs précis ainsi que d'une vision claire des facteurs qui mettent en relation ces objectifs et les variables dont elle a la maîtrise. Mais cela est loin d'être suffisant. Seul un esprit utopiste ou totalitaire oserait croire qu'il est possible de définir et de mettre en place des conditions de succès adéquates dans toutes les circonstances; néanmoins, il est certainement utile que les personnes qui subissent les effets de la politique monétaire comprennent le point de vue et les motivations de ceux qui sont responsables de sa formulation et de sa mise en œuvre. Tel est le rôle technique que joue la transparence dans le mécanisme de transmission. Mais elle joue aussi un rôle politique, dont l'importance est mise en relief dans ces pages. En effet, la transparence rend le décideur public davantage responsable de ses actes devant l'électorat, un principe crucial qu'on néglige trop souvent dans un État démocratique.

La publication de ce recueil célèbre les réalisations de Gordon Thiessen et marque la fin de son mandat à la tête de la Banque du Canada. Cependant, ces textes ne doivent pas être interprétés comme étant le point final de quelque débat que ce soit. La transparence est un actif qui se déprécie très rapidement; la communication doit donc être continue et, pour que la transparence donne vraiment lieu à une amélioration de la façon dont l'institution rend compte de ses actes, les messages doivent circuler dans les deux sens. Le plus bel hommage que les lecteurs peuvent rendre à Gordon Thiessen est de voir dans ces conférences une invitation à poursuivre, avec ses successeurs, la conversation qu'il a si bien su engager.

Bibliographie

Friedman, M. (1968). « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 18, mars, p. 1–17.

——— et A. J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press, pour le National Bureau of Economic Research.

Laidler, D. et W. B. P. Robson (1993). *The Great Canadian Disinflation: The Economics and Politics of Monetary Policy in Canada 1988–93*, Toronto, Institut C.D. Howe.

Mundell, R. A. (1961). « Flexible Exchange Rates and Employment Policy », *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 27, novembre, p. 509–517.

——— (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *IMF Staff Papers*, vol. 9, mars, p. 70–76.

——— (1963). « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, novembre, p. 475–485.

Phelps, E. S. (1967). « Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time », *Economica*, vol. 34, août, p. 254–281.

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada

Conférence HERMES-Glendon donnée au Collège Glendon de l'Université York, Toronto (Ontario), le 30 mars 1995

L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada

Il y a un peu plus de sept ans, John Crow, mon prédécesseur, a donné une conférence à l'Université de l'Alberta sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson. À cette occasion, il a traité d'un certain nombre de questions qui se rapportent à la conduite de la politique monétaire canadienne, à savoir l'objectif de cette politique, le mécanisme par lequel son action se transmet, l'utilisation des agrégats monétaires dans la définition des politiques, l'incertitude sur les marchés financiers et le rôle du taux de change. Sept ans plus tard, ces questions sont toujours d'actualité.

Aujourd'hui, je voudrais faire porter l'essentiel de mes propos sur l'interaction qui existe entre deux de ces questions, soit l'incertitude et la transmission de la politique monétaire à l'ensemble de l'économie. Quelle influence les différents types d'incertitude ont-ils sur le comportement des agents économiques? Comment ces incertitudes agissent-elles sur la transmission de la politique monétaire au sein de l'économie? Je vais exposer, dans la première partie de ma conférence, la conception que la Banque du Canada a du mécanisme de transmission de la politique monétaire, en insistant particulièrement sur le rôle que joue l'incertitude. Dans la deuxième partie, j'examinerai les différents moyens que la Banque a employés pour tenter de réduire l'incertitude.

Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, permettez-moi de faire un survol des différents types d'incertitude qui se répercutent sur l'économie et sur le processus d'élaboration de la politique économique. Il y a en premier lieu l'incertitude découlant du fait que des événements en grande partie inattendus peuvent survenir. Les chocs de cet ordre peuvent être d'origine étrangère ou interne. La montée des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis au cours du premier semestre de 1994 en est un exemple récent. Des chocs peuvent aussi être engendrés par des événements qui vont certainement se produire, mais dont la nature précise ou les résultats restent incertains, comme le dépôt d'un budget ou la tenue prochaine du référendum sur l'avenir du Québec.

Le second type d'incertitude se manifeste lorsque le secteur privé ne voit pas clairement les objectifs à long terme que visent les politiques économiques. Et ce qui complique encore plus les choses, c'est que ces deux types d'incertitude peuvent se conjuguer lorsque les marchés ne savent pas exactement comment interpréter la réaction des autorités à un choc et qu'ils se demandent si les mesures prises par la banque centrale reflètent un changement d'orientation à long terme ou si elles constituent simplement

une réaction au choc. L'une des raisons pour lesquelles les marchés peuvent ne pas savoir quel sens donner aux mesures prises par la banque centrale est la divergence qui peut exister entre la perception qu'ils ont du choc et celle qu'a cette dernière. En particulier, les marchés et la banque centrale peuvent diverger d'opinion quant à la durée probable du choc et aux conséquences qu'il pourrait avoir pour l'économie.

Lorsqu'elle arrête ses mesures de politique monétaire, la banque centrale ne sait pas non plus comment les milieux financiers et le public réagiront à ses déclarations et à ses actions. La réaction sera-t-elle la même que par le passé, ou les relations économiques seront-elles différentes cette fois-ci? De quelle façon, par exemple, la demande globale réagira-t-elle à des mesures qui entraînent des mouvements des taux d'intérêt et du taux de change? Et comment l'inflation et les anticipations d'inflation seront-elles influencées par ces mesures?

Que peut faire la banque centrale pour réduire l'incertitude? Elle peut d'abord essayer de dissiper quelque peu l'incertitude que suscite dans le public et sur les marchés financiers la façon dont elle réagit aux différents chocs. Elle y parviendra en clarifiant l'objectif à long terme de la politique monétaire et les cibles à court terme sur lesquelles elle axe ses mesures de politique monétaire et en faisant connaître sa propre interprétation de l'évolution de la situation économique. Par ailleurs, en s'engageant à réaliser un objectif à long terme et en ne dérogeant pas à cet engagement, ainsi qu'en atténuant l'incertitude que soulèvent ses propres réactions aux chocs, la banque centrale peut réussir à modérer l'effet que ces chocs auront sur le comportement du secteur privé.

En bref, l'incertitude se manifeste partout, et sous différentes formes. C'est un phénomène qui, compte tenu de son ampleur, mérite une attention beaucoup plus grande que celle qu'on lui accorde généralement dans les études théoriques sur la politique monétaire, qui trop souvent n'en font pas grand cas. Je vais tenter de combler cette lacune dans le reste de ma conférence, qui est consacré au mécanisme de transmission de la politique monétaire et aux initiatives prises par la Banque pour réduire l'incertitude.

Première partie — Le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Lorsqu'une banque centrale prend des mesures de politique monétaire, elle déclenche une chaîne de réactions qui se fait d'abord sentir sur les marchés financiers, se répercute ensuite sur le niveau de la dépense, de la production et de l'emploi et, finalement, agit sur le niveau des prix ou, plus précisément,

sur le taux d'augmentation du niveau des prix. Les économistes appellent cette chaîne le « mécanisme de transmission ».

La banque centrale met en œuvre ses mesures de politique monétaire grâce au contrôle qu'elle exerce sur l'émission d'un actif financier capital, généralement désigné par l'expression « base monétaire » dans les textes économiques. La base monétaire, qui comprend les billets de banque émis par la banque centrale ainsi que les dépôts que les institutions financières tiennent auprès de cette dernière, tire son importance du fait qu'elle représente la forme ultime de liquidité dans le système financier. Les institutions financières détiennent de telles liquidités, qui ne comportent pas de risque de défaillance et ont une valeur immédiate, pour régler entre elles les flux nets résultant des paiements qui s'effectuent quotidiennement au sein de l'économie.

Par définition, la politique monétaire concerne le rythme de croissance de la masse monétaire. La cadence à laquelle la banque centrale laisse la base monétaire s'accroître au fil des ans a pour effet de favoriser ou de freiner l'expansion de la monnaie et du crédit au sein du système financier. Cela, à son tour, se répercute sur la demande de biens et de services. Et c'est le niveau de la demande par rapport à la capacité de l'économie de produire des biens et des services qui, finalement, détermine le taux d'inflation.

Cependant, dans la pratique, le rapport qui s'établit entre, d'une part, la base monétaire et, d'autre part, les agrégats de la monnaie et du crédit ou encore les mesures de la demande globale n'est pas suffisamment stable pour permettre à la Banque du Canada de conduire sa politique en faisant augmenter la base monétaire à une cadence donnée. Comme vous allez vous en rendre compte lorsque je décrirai tout à l'heure le processus de transmission, au Canada nous fondons plutôt nos décisions en matière de politique monétaire sur les liens qui unissent la base monétaire aux taux d'intérêt et au taux de change ainsi que sur ceux qui lient ces prix du marché financier à la demande globale puis à l'inflation.

La façon dont les mesures de politique monétaire se répercutent sur le taux d'inflation a fait l'objet d'un examen approfondi au cours des ans. Certains aspects du mécanisme de transmission de ces mesures, comme l'incidence que les mouvements des taux d'intérêt ont sur la demande globale et sur l'inflation, ont beaucoup retenu l'attention. D'autres, comme le rapport entre les mesures prises par la banque centrale et les variations des taux d'intérêt et du taux de change, ont suscité relativement peu d'intérêt à l'extérieur des banques centrales. Ce que je compte examiner maintenant avec vous, c'est le rôle que jouent les marchés financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et l'influence que les différents types d'incertitude ont

sur la manière dont ces marchés réagissent à l'évolution de la situation économique et aux mesures de politique monétaire.

Le premier élément de la chaîne de transmission : des mesures prises par la banque centrale aux taux d'intérêt à très court terme

Le mécanisme de transmission se met en branle lorsque la banque centrale ajuste la taille de son bilan afin de modifier l'offre de base monétaire au système financier. Par le passé, les banques commerciales étaient tenues par la loi de conserver, en guise de réserve, une certaine quantité de base monétaire. Depuis l'élimination des réserves obligatoires au Canada, ce n'est que pour régler entre elles, dans les registres de la Banque du Canada, le solde net des opérations quotidiennes de compensation des paiements que les grandes banques et d'autres institutions financières importantes maintiennent des dépôts à la Banque. Ces institutions sont appelées les adhérents, et les expressions « encaisses de règlement » et « soldes de règlement » sont maintenant employées pour désigner les dépôts que les adhérents tiennent à la Banque du Canada[1].

Les banques centrales peuvent ajuster de diverses façons le niveau des encaisses de règlement qu'elles mettent à la disposition des adhérents. Dans les manuels, on insiste généralement sur le recours aux opérations d'open market pour modifier le niveau de ces encaisses; mais, au Canada, c'est surtout par le jeu des transferts quotidiens des dépôts du gouvernement entre les adhérents et la banque centrale que celle-ci agit sur les encaisses. Comment la Banque du Canada s'y prend au juste pour faire augmenter ou diminuer le volume des soldes de règlement n'est qu'une question technique. Ce qu'il faut retenir, c'est que la Banque est en mesure de susciter une réaction chez les adhérents en provoquant un excédent ou un manque d'encaisses de règlement. Les adhérents agissent rapidement pour corriger de tels déséquilibres à cause des coûts qu'ils comportent. Les encaisses excédentaires sont coûteuses parce qu'elles ne sont pas rémunérées et ne rapportent donc rien aux institutions financières; quant aux insuffisances, elles doivent être comblées par des prêts pour découvert octroyés par la Banque du Canada à un taux dissuasif.

---

1. Les institutions financières détiennent également des billets et des pièces de monnaie pour répondre à la demande du public. L'offre de billets de banque permet certes à la Banque du Canada d'acquérir des actifs qu'elle peut utiliser dans ses opérations sur le marché, mais le niveau de cette offre est simplement ajusté en fonction de la demande et n'entre pas, comme tel, dans le processus de mise en œuvre de la politique monétaire. L'offre d'encaisses de règlement aux adhérents est le principal instrument dont se sert la Banque à cet égard.

Essentiellement, nous utilisons le contrôle que nous exerçons sur les encaisses de règlement dans le but d'influencer le taux d'intérêt applicable aux opérations que les institutions financières effectuent pour modifier leurs encaisses. Il s'agit du taux des prêts à un jour, parfois appelé le taux de l'argent au jour le jour. Les mouvements de ce taux agissent à leur tour sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change.

Il est normal, après la compensation des effets de paiement du jour précédent, que les comptes de certains adhérents affichent des excédents, et d'autres, des manques. Ce n'est que lorsque la Banque du Canada intervient pour amener le volume global des encaisses tenues chez elle au-dessus ou au-dessous du niveau désiré par les adhérents dans l'ensemble qu'elle provoque des répercussions sur le loyer de l'argent à un jour. En situation de manque, les adhérents réagissent en demandant le remboursement de prêts à un jour consentis aux courtiers en valeurs mobilières, en vendant des avoirs liquides à très court terme ou en cherchant plus activement à obtenir de gros dépôts à très court terme. Ces trois mesures ont pour effet de déclencher des pressions à la hausse sur le taux à un jour et sur d'autres taux à très court terme. À l'inverse, lorsque les encaisses de règlement pour l'ensemble des adhérents sont excédentaires, ces derniers ont généralement tendance à accorder davantage de prêts à un jour aux courtiers, à acheter des avoirs liquides à très court terme et à chercher moins activement à obtenir des dépôts à très court terme, ce qui pousse à la baisse le taux à un jour et les autres taux à très court terme.

Toutefois, même à cette étape initiale du processus de transmission, la Banque compose avec un élément d'incertitude, puisqu'elle ne peut prévoir avec précision le niveau des encaisses de règlement désiré par les adhérents. Par conséquent, il peut arriver que les mesures qu'elle prend ne produisent l'effet souhaité sur les taux à très court terme qu'avec un jour ou deux de retard.

Le deuxième élément de la chaîne : des taux à très court terme aux autres taux d'intérêt et au taux de change

Les mesures que prend la Banque du Canada pour modifier le loyer de l'argent à un jour finissent par agir sur les autres taux d'intérêt et sur le taux de change, mais cette action n'a pas une portée définie. Cette dernière dépend dans une très large mesure des attentes et des réactions des marchés financiers.

Le niveau des taux du marché monétaire au-delà du très court terme est étroitement lié aux attentes du marché concernant l'évolution des taux à un jour. Si la Banque intervient pour faire monter le taux à un jour, à la suite par

exemple de la publication de nouvelles données concernant la vigueur des pressions de la demande au sein de l'économie canadienne, l'incidence qu'aura cette hausse sur les taux d'intérêt à un mois, à trois mois et ainsi de suite dépendra de la période pendant laquelle, selon les participants au marché, la Banque la maintiendra. Plus les intentions de la Banque paraîtront claires aux participants au marché, plus la réaction des autres taux à court terme sera ordonnée.

Lorsqu'on interprète les mouvements des taux d'intérêt à moyen ou à long terme au Canada, il faut partir du principe que ces taux sont fonction des attentes concernant l'évolution future des taux d'intérêt réels (y compris les primes de risque) et du taux d'inflation. Les attentes relatives au comportement à long terme des taux d'intérêt réels (à l'exclusion des primes de risque) sont susceptibles de tenir principalement à des facteurs internationaux[2]. Parmi ces facteurs, mentionnons les variations anticipées de la demande globale à l'échelle mondiale au cours des années à venir et l'évolution attendue à plus long terme de l'épargne (déduction faite de la désépargne dans le secteur public) et de la demande de capitaux dans le monde. Les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt reflètent des facteurs comme la trajectoire prévue de la politique budgétaire et de la situation politique intérieure. Le taux d'inflation anticipé, quant à lui, dépend surtout des attentes du marché relativement à l'orientation de la politique monétaire nationale. Compte tenu de l'incertitude entourant toutes ces attentes, il n'est pas étonnant que les marchés réagissent parfois avec vigueur à la publication de données modifiant la perception qu'ils ont de ces différents facteurs. Les marchés financiers de par le monde étant devenus beaucoup plus ouverts au cours des dernières années, la taille des flux financiers internationaux a considérablement augmenté. Par conséquent, une modification importante des attentes sur un marché donné peut avoir un effet marqué sur les taux d'intérêt ailleurs dans le monde.

L'effet qu'une variation des taux d'intérêt à très court terme a sur la valeur externe du dollar canadien est également fonction des attentes du marché. Plus les participants au marché s'attendent à ce que persiste le nouveau niveau des taux à très court terme favorisé par les actions de la Banque, plus l'effet sur le taux de change sera marqué. Ainsi, plus le fondement des actions de la Banque est défini clairement, plus il sera facile de prévoir l'effet que celles-ci auront sur le taux de change. Toutefois, des facteurs autres que les mesures de politique monétaire prises par la Banque du

---

2. Les divergences entre les profils attendus de la demande globale au Canada et à l'étranger exercent aussi une certaine influence sur les taux d'intérêt réels et sur les variations anticipées du taux de change réel du dollar canadien. Mais plus les échéances sont longues, moins l'incidence de ces facteurs est déterminante.

Canada agissent aussi sur la valeur externe de notre monnaie. Par exemple, le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain est également influencé par la politique monétaire américaine, par l'orientation de la politique budgétaire au Canada et aux États-Unis, par les positions conjoncturelles respectives des deux pays, par la tenue du dollar américain vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer et par l'actualité politique. Là encore, la publication de nouvelles données peut modifier de façon sensible les attentes relatives à l'évolution de l'un ou l'autre de ces facteurs et, partant, influencer fortement le taux de change.

Pour illustrer l'importance que revêtent les anticipations du marché, voyons ce qui se produirait si la Banque intervenait d'une manière que le marché juge inappropriée dans les circonstances. Supposons, par exemple, que la Banque intervienne pour faire baisser le taux à un jour après la publication de nouvelles données laissant croire que les pressions inflationnistes dans l'économie sont moins fortes que prévu. Qu'arriverait-il si le marché ne voyait pas la situation du même œil que la Banque et considérait que les mesures prises par celle-ci risquent d'alimenter l'inflation? Comme ils s'attendraient à une montée du taux d'inflation, les investisseurs montreraient immédiatement plus de réticence à détenir des instruments en dollars canadiens aux taux d'intérêt du moment. En outre, leur incertitude face à l'avenir ne pourrait que s'accroître, car l'inflation tend à être moins prévisible lorsqu'elle se situe à des niveaux plus élevés. Des pressions à la hausse s'exerceraient alors sur les taux d'intérêt au-delà du très court terme, tant en raison de la hausse attendue du taux d'inflation qu'en raison des primes de risque plus élevées qu'exigeraient les investisseurs pour faire contrepoids au surcroît d'incertitude. Qui plus est, comme les investisseurs hésiteraient de plus en plus à détenir des instruments en dollars canadiens, le taux de change subirait des pressions à la baisse. Si le marché se mettait alors à anticiper une baisse de la valeur externe de la monnaie, on assisterait à une intensification des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, les investisseurs délaissant les placements en dollars canadiens pour éviter d'éventuelles pertes en capital.

En fin de compte, lorsque les mesures prises par la Banque dans le but de faire baisser les taux à un jour sont jugées inopportunes par les marchés, elles peuvent fort bien provoquer un recul des taux d'intérêt à très court terme sur le marché monétaire, peut-être même des taux à 30 jours, mais elles entraîneront aussi une hausse des taux à plus long terme vu l'aggravation des craintes d'une accélération de l'inflation et la dépréciation de la monnaie.

Les investisseurs qui s'intéressent aux obligations à long terme sont devenus beaucoup plus sensibles ces vingt dernières années au moindre soupçon

d'inflation ou à tout indice laissant croire qu'une banque centrale est disposée à prendre plus de risques à l'égard de l'inflation et, donc, de la valeur externe de la monnaie. Cette sensibilité a été accentuée par les taux d'inflation élevés qui ont été observés au Canada et à l'étranger durant les années 1970 et 1980. De même, les marchés obligataires à long terme réagissent maintenant rapidement et directement aux préoccupations d'ordre budgétaire, sans doute parce que les opérateurs de ces marchés craignent que des pays ne soient tentés de monétiser leur dette lorsque celle-ci devient trop lourde.

Il arrive aussi que les marchés soient particulièrement nerveux et instables en raison de chocs économiques ou de préoccupations à l'égard de l'orientation des politiques. Dans ces cas, la banque centrale doit prendre des mesures propres à les rassurer. Par exemple, il est arrivé à plusieurs reprises au cours de la dernière décennie que le mouvement à la baisse du dollar canadien a miné la confiance et a poussé les marchés à s'attendre à de nouvelles dépréciations, ce qui a eu pour effet de faire monter brutalement les taux d'intérêt. Dans ces circonstances, la tâche première de la Banque a été de calmer les marchés en les aidant à trouver de nouvelles fourchettes de variation des cours qui leur conviennent. Une fois les marchés rassérénés, la Banque a pu se concentrer sur la situation économique fondamentale, laquelle avait généralement été laissée pour compte durant la tourmente.

Le troisième élément de la chaîne : des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale

Nous avons examiné de manière assez détaillée comment les mesures prises par la Banque du Canada influencent les taux d'intérêt et le taux de change et à quel point les résultats souhaités dépendent des opinions et des attentes des marchés financiers. Le lien suivant dans la chaîne de transmission va des taux d'intérêt et du taux de change à la demande globale. Je serai bref sur ce point puisque ce lien a fait l'objet de nombreuses études et que les opinions de la Banque sur le sujet s'inscrivent nettement dans le courant de pensée dominant.

Les variations des taux d'intérêt agissent sur la demande globale par divers canaux, entre autres le coût du capital, la propension à épargner plutôt qu'à consommer et les effets qu'elles ont sur la richesse et les flux monétaires. Les principales composantes de la demande touchées sont le logement, les dépenses des ménages en biens durables ainsi que les investissements des entreprises en capital fixe et les variations des stocks. La réaction de la dépense sera fonction en partie de la persistance attendue du nouveau niveau des taux d'intérêt. Ce dernier facteur est important pour les agents économiques qui empruntent à court terme.

La manière dont le taux de change influence la demande est aussi relativement simple. Une variation de la valeur du dollar canadien se traduira d'abord par une modification des prix des biens et des services produits au Canada qui font l'objet d'échanges internationaux, et dont les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux, par rapport aux biens et services que nous produisons et dont les prix ne sont pas (du moins pas entièrement) déterminés sur les marchés mondiaux. Principalement en raison de leur incidence sur les exportations et les importations, les changements des prix relatifs provoquent une série de réactions du côté de l'offre et de la demande, lesquelles vont se répercuter sur la production des biens fabriqués au Canada.

Ces réactions ne se produisent évidemment pas du jour au lendemain. Par ailleurs, elles seront plus ou moins prononcées selon que les marchés s'attendent à ce que la variation du taux de change soit éphémère ou durable. Prenons par exemple le cas où un choc ayant pour effet de faire baisser fortement la demande globale au Canada entraîne un recul des taux d'intérêt et une dépréciation importante du dollar canadien. Il s'ensuivra une hausse des prix en dollars canadiens des produits canadiens dont les cours sont déterminés sur les marchés mondiaux, tels que la plupart des matières premières, ce qui rendra leur production plus rentable et favorisera une exploitation plus intensive des ressources existantes. Au fil du temps, les fournisseurs seront portés à augmenter leur capacité de produire cette catégorie de biens. L'importance des investissements effectués et la rapidité avec laquelle ils seront entrepris dépendront en grande partie du laps de temps pendant lequel on s'attend que le dollar canadien demeure à son nouveau niveau. Si l'on croit que la baisse sera éphémère, ou s'il y a beaucoup d'incertitude quant au maintien du dollar à ce niveau, les producteurs hésiteront à accroître leur capacité de production.

En somme, on peut conclure de ce bref exposé sur le troisième élément de la chaîne de transmission que la dépense réagira généralement de façon perceptible aux variations des taux d'intérêt et du taux de change, mais qu'il est difficile d'établir avec précision la force de cette réaction et le moment où elle se manifestera. Les attentes relatives à l'évolution de la situation et l'incertitude quant aux résultats probables peuvent vivement influencer l'importance et la rapidité des modifications que certains agents apporteront au profil de leurs dépenses pour faire face aux variations des taux d'intérêt et du cours du dollar canadien. Autrement dit, les délais d'ajustement sont longs et incertains.

Le quatrième élément de la chaîne : de la demande globale à l'inflation

Le dernier élément de la chaîne de transmission est celui qui va des variations de la demande globale au taux d'inflation. À notre avis, l'inflation tendancielle est influencée principalement par le niveau des capacités excédentaires dans l'économie et par le taux d'inflation attendu.

Au fil du temps, c'est donc l'effet cumulatif de la pression exercée par la demande globale sur la capacité de production qui est le moteur de l'inflation. En outre, durant les années d'inflation élevée, il existait un lien particulièrement étroit entre le taux d'inflation observé et le taux d'inflation anticipé. Ainsi, une période de demande globale excédentaire donnait lieu à une hausse du taux d'inflation, qui, à son tour, alimentait rapidement les attentes d'inflation, exerçant du même coup d'autres pressions à la hausse sur l'inflation, et ce dans un engrenage que seule la résorption de la demande excédentaire pouvait rompre.

Mais, pour reprendre le fil général de ma conférence, le monde est plus incertain et plus imprévisible encore que ne le laisse supposer cette brève description des liens unissant les taux d'intérêt et le taux de change à la demande globale et à l'inflation. Dans la pratique, la demande globale et les prix font souvent l'objet de chocs. Ceux qui touchent la demande peuvent être d'origine extérieure ou intérieure. Les chocs d'origine intérieure comprennent aussi bien des mesures budgétaires que des changements soudains du profil des intentions d'investissement des entreprises ou des achats de biens durables par les ménages. Puis il y a les chocs d'offre, qui généralement touchent directement les prix. Au nombre de ces chocs il faut ranger par exemple les événements qui ont conduit aux augmentations du prix du pétrole dans les années 1970, les désastres naturels qui influent sur l'offre et les prix des produits agricoles, ainsi que les progrès technologiques et les modifications des flux commerciaux qui se répercutent sur les approvisionnements et les prix des biens.

De tels chocs augmentent l'incertitude entourant l'évolution de la demande et des prix, mais ils peuvent aussi compliquer considérablement l'estimation du degré de pression que la demande globale exerce sur le taux d'inflation. Les chocs d'offre peuvent modifier la production potentielle de l'économie. Celle-ci est déjà très difficile à déterminer par des méthodes empiriques; il faut donc reconnaître que toute mesure des capacités excédentaires est entachée d'incertitude.

Le rôle de la monnaie et du crédit

Vous avez sans doute remarqué que je n'ai pas encore abordé le rôle des avoirs monétaires du public et celui du crédit dans le processus de transmission de la politique monétaire. Cela ne signifie pas que nous n'accordons pas d'importance aux agrégats de la monnaie et du crédit; de fait, nous suivons de très près leur comportement. Toutefois, nous les utilisons principalement comme indicateurs de l'évolution future et ne les considérons pas comme des maillons de la chaîne qui lie les mesures prises par la Banque au taux d'inflation.

Nos recherches révèlent que la croissance de M1 réel (c'est-à-dire l'agrégat monétaire au sens étroit M1 dégonflé à l'aide du niveau des prix) est un indicateur utile de la croissance future de la production réelle, et que la croissance des agrégats monétaires au sens large est un bon indicateur avancé du taux d'inflation. Les agrégats monétaires permettent donc des recoupements qui éclairent les autres projections concernant la production et l'inflation. Ainsi, une croissance rapide de ces agrégats qui n'est pas compatible avec la situation économique et qui ne peut pas être justifiée par un aspect particulier de l'évolution de la situation financière peut signaler à l'avance la nécessité de resserrer les conditions monétaires.

Jusqu'à ces derniers temps, le rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire était passé sous silence dans la plupart des études traitant de ce mécanisme. De façon implicite, le crédit était traité par les économistes comme étant déterminé par la demande de financement, que les institutions financières se contentaient passivement de satisfaire. Plus récemment, des auteurs se sont penchés sur l'octroi du crédit, à la fois comme phénomène microéconomique et comme élément du mécanisme de transmission. Le débat soulevé par le phénomène de « l'étranglement du crédit » aux États-Unis au début des années 1990 a contribué à donner une coloration plus pratique à la question du crédit.

L'aspect de l'analyse des marchés du crédit qui intéresse particulièrement la Banque touche la question de savoir si ses mesures de politique monétaire entraînent un ajustement systématique, de la part des institutions financières, des modalités de leurs prêts qui ne se rapportent pas aux prix. Dans le cas où de tels ajustements ne seraient pas corrélés avec les variations des taux d'intérêt, la Banque aurait à les surveiller de près lorsqu'elle évalue les effets que ses mesures ont sur l'économie. Il importe aussi d'établir s'il existe des chocs ayant leur source sur les marchés mêmes du crédit — tels que les « étranglements du crédit » — qui pourraient avoir des répercussions macroéconomiques étendues et auxquels les autorités monétaires devraient réagir.

De nombreux travaux ont été consacrés ces derniers temps à ces questions aux États-Unis, mais au Canada la recherche sur le crédit en est encore à ses balbutiements. Quelques études traitant de ce sujet ont été présentées à un colloque tenu en novembre dernier à la Banque du Canada. Bien qu'elles n'aient pas abouti à des résultats décisifs, ces études ont éclairci quelque peu plusieurs aspects du rôle du crédit. La conclusion la plus remarquable qu'elles ont livrée est que le crédit n'est pas, semble-t-il, un facteur particulièrement utile pour expliquer la croissance globale de la dépense nominale, pas plus qu'il ne serait un indicateur très utile des variations de la tendance de celle-ci.

Deuxième partie — Les initiatives prises par la Banque en vue de réduire l'incertitude

La première partie de ma conférence a porté sur la difficulté de prévoir avec exactitude l'incidence que les mesures de politique monétaire ont sur l'économie étant donné la présence de diverses formes d'incertitude. La deuxième sera consacrée aux initiatives que nous avons prises à la Banque en vue de réduire une forme d'incertitude en particulier — soit celle qui peut entourer le comportement de la Banque — avec pour objectif l'amélioration du fonctionnement des marchés monétaires et, de façon plus générale, de l'économie. Je décrirai cinq de ces initiatives.

La stabilité des prix comme but de la politique monétaire

La Banque a traité à plusieurs occasions des avantages que comporte la stabilité des prix, et cela de façon exhaustive dans son *Rapport annuel* pour l'année 1990. Je n'ai pas l'intention de reprendre les mêmes arguments ici, mais je désire souligner que l'un des avantages de la stabilité des prix est le degré accru de certitude qu'elle procure à l'économie. Le processus inflationniste est toujours empreint d'incertitude et complique immensément la tâche des épargnants et des investisseurs, des prêteurs et des emprunteurs ainsi que des employeurs et des employés lorsqu'ils doivent prendre des décisions économiques qui nécessitent une prévision de l'avenir.

Certaines personnes s'opposent à ce que l'objectif ultime de la politique monétaire soit la maîtrise de l'inflation, car elles craignent que les banques centrales se désintéressent alors du niveau de l'activité économique et de l'emploi. Il est indéniable que la politique monétaire influence à court terme la demande, la production et l'emploi, mais la thèse d'un arbitrage inverse à long terme entre l'inflation et le chômage a été largement réfutée. En longue période, la politique monétaire agit sur l'inflation, et la banque centrale doit

formuler son objectif en fonction de la variable qu'elle peut s'attendre à influencer.

Je m'empresse d'ajouter que la stabilité des prix comme but de la politique monétaire n'est pas incompatible avec la réalisation de la croissance de l'économie et de l'emploi. En effet, comme la stabilité des prix rend plus facile la décision d'effectuer des investissements qui amélioreront la productivité, elle favorise la croissance. En outre, en maintenant résolument le cap sur la stabilité des prix, la politique monétaire jouera en quelque sorte le rôle de stabilisateur automatique de l'économie. Les pressions excessives de la demande qui pourraient créer de l'inflation sont atténuées par ce type de politique monétaire, alors qu'une faible demande risquant d'engendrer une déflation commande des conditions monétaires plus expansionnistes. En revanche, une politique monétaire qui compose avec l'inflation sera génératrice de cycles de surchauffe et de flambée inflationniste qui seront suivis de récessions rendues plus pénibles par les mesures requises pour corriger les distorsions dues à l'inflation. Voilà pourquoi la stabilité des prix contribue à la stabilité de l'ensemble de l'économie[3].

Les cibles de réduction de l'inflation

Lorsqu'un pays est aux prises avec l'inflation, il ne suffit pas que la banque centrale annonce ou réaffirme qu'elle entend réaliser la stabilité des prix pour convaincre soudainement le public de changer ses attentes et de commencer à baser sa planification sur la stabilité des prix. Parce qu'elle est un peu vague, la notion de stabilité des prix peut soulever des questions chez les agents économiques. À quel taux de variation de l'indice des prix peut-on parler de stabilité des prix? Combien de temps faudra-t-il pour parvenir à la stabilité des prix?

Ces questions se sont posées au Canada après les flambées inflationnistes des années 1970 et 1980, et nous avons compris que l'engagement général pris par la Banque de chercher graduellement à réaliser la stabilité des prix laissait encore trop de place à l'incertitude quant à l'objectif poursuivi par la politique monétaire. Autrement dit, après deux décennies d'inflation, un tel engagement général de la Banque du Canada à l'égard de la stabilité des prix n'était pas suffisamment crédible en soi pour favoriser le changement des comportements et des attentes qui allait faciliter le recul de l'inflation.

---

3. Un certain nombre de questions touchant le comportement de l'économie en régime de stabilité des prix ont été étudiées lors d'un colloque sur la stabilité des prix tenu à la Banque du Canada en octobre 1993.

C'est dans ce contexte que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont établi, en février 1991, des cibles explicites de réduction de l'inflation dans le but de clarifier davantage la trajectoire vers la stabilité des prix. L'objectif visé était de ramener dans un premier temps le taux d'inflation à 2 % (ou dans une fourchette de 1 à 3 %) à la fin de 1995, puis de continuer à progresser vers la stabilité des prix. En décembre 1993, la Banque et le gouvernement ont annoncé conjointement de nouvelles cibles pour la maîtrise de l'inflation et ont décidé de prolonger jusqu'à la fin de 1998 la période d'application de la fourchette d'évolution de l'inflation de 1 à 3 %. Par la suite, il est entendu que les efforts en vue de réaliser la stabilité des prix devront se poursuivre et qu'une définition pratique de cette dernière devra être fournie d'ici 1998.

En rendant plus explicites ses objectifs en matière de maîtrise de l'inflation, la Banque entendait non seulement influencer les attentes d'inflation, mais aussi réduire l'incertitude au sein de l'économie et sur les marchés financiers. En outre, en présence de cibles crédibles, les attentes relatives à l'inflation, donc l'inflation elle-même, sont moins susceptibles de réagir aux chocs temporaires de l'offre et de la demande dont j'ai parlé plus tôt. Par ailleurs, les cibles imposent à la Banque une certaine forme de discipline en la rendant plus comptable de ses décisions. Les mesures de politique monétaire deviennent alors plus prévisibles et créent donc moins d'incertitude pour ceux qui doivent prendre des décisions de nature économique.

Quel effet les cibles de réduction de l'inflation ont-elles eu en fait? Comme vous le savez, depuis que les cibles sont en place, l'inflation a fortement diminué, et elle se situe actuellement à environ 2 %, soit près du milieu de la fourchette visée. Je n'irai cependant pas jusqu'à dire que cette baisse est uniquement attribuable aux cibles. Des facteurs d'origine externe et interne y ont aussi contribué. Quoi qu'il en soit, j'estime que les cibles ont contribué à la réalisation et au maintien, ces quatre dernières années, d'un bas taux d'inflation au Canada. En fait, il est probable que le maintien d'une très faible inflation sur lequel tablent maintenant de nombreuses entreprises canadiennes dans leurs plans à moyen terme repose pour une bonne part sur l'engagement de la Banque et du gouvernement envers les cibles établies.

L'utilisation de cibles et d'indicateurs intermédiaires

Compte tenu des longs délais qui interviennent dans le processus de transmission et des incertitudes qui l'entourent, personne, ni d'ailleurs les banques centrales, ne sait avec certitude quels effets les mesures de politique monétaire auront sur l'inflation. C'est pourquoi les banques centrales ont adopté divers indicateurs intermédiaires et ont, à l'occasion, établi des cibles

en fonction de ces indicateurs; celles-ci les aident à conduire la politique monétaire et leur permettent de mieux renseigner les observateurs et de les rassurer sur l'orientation de la politique monétaire.

À la suite de la flambée de l'inflation et de sa persistance dans la plupart des pays au cours des années 1970, les banques centrales ont abandonné l'utilisation de cibles opérationnelles pour les taux d'intérêt à court terme au profit de cibles intermédiaires pour des variables quantitatives exprimées en termes nominaux. Un grand nombre de ces banques ont alors adopté des cibles intermédiaires pour les agrégats monétaires. Ces cibles étaient censées fournir un point d'ancrage à la politique monétaire et prévenir les politiques telles que celles qui avaient, bien involontairement, favorisé une accélération de l'inflation à la fin des années 1960 et au début des années 1970.

La Banque du Canada a aussi eu recours, entre 1975 et 1982, à une cible de ce type, soit l'agrégat monétaire au sens étroit M1. Toutefois, en dépit de son utilité initiale, M1 n'a pas permis à la Banque de contenir l'inflation lorsque les pressions de la demande se sont intensifiées vers la fin des années 1970. Cela était en partie imputable au fait que M1 était beaucoup plus sensible aux mesures de la Banque touchant les taux d'intérêt à très court terme que ne l'étaient la demande globale et l'inflation. En outre, l'arrivée massive d'innovations financières a compliqué l'interprétation de cet agrégat, et M1 a finalement dû être abandonné comme cible en 1982.

Depuis, la Banque a étudié la possibilité d'utiliser d'autres agrégats comme cibles intermédiaires, mais aucun ne s'est révélé suffisamment fiable. La Banque est donc revenue, pendant quelques années, aux cibles opérationnelles en matière d'évolution des taux d'intérêt à court terme.

À première vue, cette approche pourrait sembler comporter les mêmes problèmes et les mêmes incertitudes que ceux qu'on a connus à la fin des années 1960 et au début des années 1970, lorsque le recours à de telles cibles n'avait pas réussi à aider les autorités monétaires à contrer la spirale inflationniste. Mais cette fois la situation était différente à cause de l'engagement beaucoup plus ferme des autorités envers la stabilité des prix et de l'adoption, plus récente, de cibles de maîtrise de l'inflation.

Un autre changement important qui est survenu ces dernières années a été l'utilisation par la Banque des conditions monétaires plutôt que des taux d'intérêt à court terme comme guide d'opération dans la conduite de la politique monétaire. Par conditions monétaires, on entend l'effet conjugué des variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change. Nous visons, pour les conditions monétaires, une trajectoire qui amène la

demande globale et les prix à évoluer en conformité avec l'objectif de maîtrise de l'inflation.

Si, à la Banque du Canada, nous avons retenu les conditions monétaires comme guide d'opération de la politique monétaire, c'est parce que nous sommes conscients qu'en régime de taux de change flexible, comme je l'ai expliqué plus tôt, la politique monétaire se transmet à l'ensemble de l'économie par l'entremise des taux d'intérêt et du taux de change. Par conséquent, lorsque la banque centrale adopte des mesures pour assouplir ou resserrer sa politique monétaire (en réaction à de nouveaux renseignements), elle doit tenir compte de l'évolution des deux variables par lesquelles elle agit sur la demande globale. De même, lorsque le taux de change est influencé par un facteur exogène, par exemple lorsque des inquiétudes d'ordre politique provoquent la dépréciation de la monnaie, l'évolution des conditions monétaires devrait montrer clairement la nature expansionniste du choc et la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt pour y faire contrepoids.

L'indice des conditions monétaires (ICM) de la Banque est une moyenne des taux d'intérêt à court terme et du taux de change effectif pondéré par l'importance relative de leurs effets estimés sur la demande globale. Par conséquent, une variation de l'ICM donne rapidement une idée de l'effet qu'ont sur la demande globale les changements qui surviennent dans les deux canaux par lesquels les mesures de politique monétaire exercent leur principale action.

Je ne voudrais pas sembler trop enthousiaste à propos de l'ICM. Cet indice n'est pas utilisé automatiquement dans la conduite de la politique monétaire. Par exemple, nous ne cherchons pas à ajuster les taux d'intérêt à chaque sursaut du taux de change. Mais si un phénomène quelconque poussait le taux de change dans une fourchette de variation où il semblerait devoir demeurer un certain temps (et en l'absence d'autres chocs sur la demande globale), la Banque chercherait à annuler l'effet de ce phénomène sur la demande globale en suscitant un mouvement compensatoire des taux d'intérêt.

Il convient de noter aussi que la Banque n'a aucun contrôle direct sur la « répartition » de l'effet de ses actions entre les taux d'intérêt et le taux de change. Il peut arriver, à cause des incertitudes sur les marchés financiers dont j'ai fait état plus tôt, qu'un assouplissement de la politique monétaire donne lieu à une légère baisse des taux d'intérêt et à une dépréciation assez importante du dollar canadien. À un autre moment, la même mesure peut entraîner un repli plus marqué des taux d'intérêt et une légère dépréciation du dollar. À cet égard, je tiens à souligner que la Banque n'exerce pas de

contrôle sur le taux de change et ne cherche pas à le faire. C'est l'interprétation que fait le marché, selon la conjoncture économique, des mesures que prend la banque centrale qui détermine les réactions du taux de change à ces mesures.

Même si les conditions monétaires nous servent de guide d'opération dans la conduite de la politique monétaire, il n'est pas possible d'établir pour l'ICM une trajectoire cible immuable. Les conditions monétaires doivent au contraire être constamment réévaluées et ajustées de façon à répondre aux chocs de toutes sortes si l'on veut que l'évolution de l'économie reste compatible avec l'objectif qu'est la maîtrise de l'inflation.

Les fourchettes cibles pour le taux du financement à un jour

En utilisant les conditions monétaires comme guide, nous nous appliquons à ajuster les encaisses de règlement de façon à provoquer une variation du taux à un jour, puis à amener le changement souhaité de l'indice des conditions monétaires. Comme je l'ai déjà fait remarquer, cet élément de la chaîne de transmission est celui qui a suscité le moins de recherche; aussi, les mesures que nous avons prises et les intentions qui nous animent n'ont-elles pas toujours été clairement comprises par le secteur financier.

Afin d'accroître la transparence de ses actions, la Banque a décidé vers le milieu de l'année dernière de modifier sa tactique de façon à indiquer plus explicitement les limites dans lesquelles elle voulait voir évoluer le taux du financement à un jour. Depuis lors, elle a établi pour ce taux une fourchette cible d'une amplitude de 50 points de base. La Banque s'est efforcée, par ses opérations sur le marché monétaire, de maintenir le taux à un jour dans la fourchette visée et d'indiquer clairement les limites de cette dernière aux participants aux marchés. La fourchette cible est modifiée lorsque les conditions économiques ou les conditions du marché l'exigent, mais le seul fait de recourir à une fourchette de cette nature implique des changements généralement peu fréquents. Cependant, il peut arriver, comme cela a été le cas en janvier dernier, que les conditions du marché exigent une série de variations sur une très courte période. Lorsque la Banque décide de modifier la fourchette cible, le marché en est très rapidement informé à partir des taux auxquels la Banque conclut des opérations sur le marché du financement à un jour. En indiquant explicitement la fourchette visée pour le taux du financement à un jour, la Banque espère lever l'incertitude à l'égard de ses intentions, laquelle a parfois nui à la transmission des mesures de politique monétaire aux taux d'intérêt à plus long terme et au taux de change.

Une plus grande divulgation des opérations de la Banque

La dernière initiative qu'a prise la Banque pour atténuer l'incertitude entourant la politique monétaire dont j'aimerais vous parler a été de fournir plus d'information sur ses mesures de politique monétaire et sur l'interprétation qu'elle fait de l'évolution économique et financière. Je suppose que beaucoup d'entre vous savent déjà que la Banque publie, depuis 1987, des extraits des exposés sur la politique monétaire qui sont présentés à ses administrateurs lors des réunions régulières du Conseil d'administration. Outre ces extraits, chaque livraison de la *Revue* trimestrielle de la Banque renferme, depuis le début de 1993, des observations sur la politique monétaire.

Nous allons bientôt publier, dans un rapport semestriel sur la politique monétaire, un compte rendu plus détaillé de l'évolution de l'inflation et de la conduite de la politique monétaire qui viendra compléter les renseignements que nous fournissons déjà. Ce rapport fera état de la façon dont nous avons mené la politique monétaire et sera utile à ceux qui souhaitent être plus éclairés sur la politique monétaire quand vient le moment de prendre des décisions de nature économique. Le premier de ces rapports sera publié au début de mai prochain.

Conclusion

Je tire de cet exposé sur l'incertitude et le processus de transmission de la politique monétaire trois grandes conclusions au sujet de cette politique.

La première concerne le rôle que la politique monétaire peut jouer dans l'économie. De toute évidence, compte tenu de la présence généralisée d'incertitudes, la politique monétaire ne peut être menée de façon mécanique. Mais il ne faut pas non plus passer à l'autre extrême et conclure que toutes ces incertitudes rendent quasi impossible la conduite d'une politique cohérente.

Comme les effets de la politique monétaire sont étalés dans le temps d'une façon qui n'est pas aisément prévisible, les responsables doivent avoir un point de mire à moyen terme stable. Cela exclut donc les tentatives de réglage fin de l'économie en vue d'éviter les fluctuations cycliques de la production et de l'emploi. Par contre, le maintien de la stabilité des prix au fil des années est un objectif qui sied bien à la politique monétaire. Autrement dit, la stabilité des prix est la contribution que la politique monétaire est en mesure d'apporter au bon fonctionnement de l'économie.

Ma deuxième conclusion se rapporte à l'importance que revêtent les marchés financiers et les anticipations de ses participants dans le processus de transmission de la politique monétaire. La description que j'ai faite de ce processus dans ma conférence ne concorde pas avec l'opinion très répandue selon laquelle la Banque du Canada exerce un contrôle sur toute la gamme des taux d'intérêt au Canada. Cette perception est un vestige de l'époque où les marchés financiers canadiens et étrangers étaient sujets à des contrôles et à des restrictions de toutes sortes, et où les pressions qui s'y exerçaient tendaient à se traduire par un resserrement de l'offre de capitaux plutôt que par des mouvements des taux d'intérêt. De nos jours, les marchés sont plus ouverts, plus internationaux et, par conséquent, nettement plus efficients. Mais il en découle que les taux d'intérêt sont plus variables et, au Canada, il est entendu que les taux vont réagir aux phénomènes d'origine internationale ou nationale qui modifient les attentes des marchés.

Cela ne signifie pas pour autant que le marché contrôle les taux d'intérêt et que la Banque n'est pas en mesure de poursuivre une politique monétaire axée sur les besoins de l'économie canadienne. Je résumerai ma pensée à ce sujet en quelques lignes. La Banque agit directement sur les taux à très court terme et, par leur entremise, a un effet sur le taux de change. Sa principale action sur les taux à long terme est indirecte et passe par l'influence qu'elle a sur les attentes des marchés relativement à l'inflation. Ces formes d'influence qu'exerce la Banque lui suffisent pour mener une politique monétaire anti-inflationniste indépendante. Cependant, plus notre engagement à maîtriser l'inflation et à atteindre la stabilité des prix sera clair, plus notre politique monétaire sera efficace.

Cela m'amène à ma troisième conclusion. Dans le monde incertain que je viens de vous décrire, qui est exposé aux chocs et où les marchés sont plus ouverts et plus internationaux qu'ils ne l'étaient auparavant, il importe non seulement que l'objectif ultime de la politique monétaire soit clair, mais aussi que la mise en œuvre de cette politique soit aussi transparente que possible. Voilà pourquoi les initiatives dont j'ai parlé plus tôt et qu'a prises la Banque en vue de mieux renseigner le public sur ses activités s'appliquent à chacun des éléments de la chaîne de transmission de la politique monétaire, depuis les mesures que nous prenons pour modifier le taux du financement à un jour jusqu'à l'effet que ces mesures ont finalement sur l'inflation.

L'information n'est évidemment utile que si elle est crédible. En ce qui concerne notre engagement à réaliser et à maintenir la stabilité des prix, seuls les résultats que nous obtiendrons au fil du temps nous vaudront cette crédibilité. Mais un examen rétrospectif de l'évolution de l'économie montre clairement qu'une fois qu'une politique monétaire axée sur la

stabilité des prix devient crédible, l'objectif est plus facile à atteindre et à maintenir et devient un atout majeur dans la réalisation de résultats économiques bons et durables.

• • • • • • • • • • • • • • • • • • • •

Les personnes désireuses d'approfondir certaines des questions qui ont été abordées dans la présente conférence voudront bien consulter les documents énumérés ci-après. Certains de ces documents, dont le texte de la présente conférence, ont été publiés dans La transmission de la politique monétaire, *Banque du Canada, Ottawa, 1996.*

Bibliographie

Bouey, G. (1982). « Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, Toronto, *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3–17.

Clinton, K. (1991). « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, janvier, p. 3–25.

Clinton, K. et K. Fettig (1989). « Les opérations de vente à réméré dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, juillet, p. 3–17.

Clinton, K. et D. Howard (1994). Résumé du Rapport technique nº 69 — « From monetary policy instruments to administered interest rates: The transmission mechanism in Canada », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 79–84.

Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, *Revue de la Banque du Canada*, février, p. 3–17.

Duguay, P. (1994). « Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada: An aggregate approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, nº 1, p. 39–61.

Duguay, P. et S. Poloz (1994). « The role of economic projections in Canadian monetary policy formulation », *Analyse de Politiques*, vol. 20, nº 2, p. 189–199.

Freedman, C. (1983). « Financial innovation in Canada: Causes and consequences », *American Economic Review*, vol. 73, nº 2, p. 101–106.

———, (1994). « The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada », *Frameworks for monetary stability: Policy issues and country experiences*, publié sous la direction de T. Baliño et C. Cottarelli, FMI, Washington, p. 458–476.

Montador, B. (1995). « The implementation of monetary policy in Canada », *Canadian Public Policy*, vol. 21, nº 1, p. 107–120.

Thiessen, G. (1983). « The Canadian experience with monetary targeting ». *In : Central bank views on monetary targeting*, publié sous la direction de P. Meek, Banque fédérale de réserve de New York, New York, p. 100–104.

Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne

Conférence Gibson donnée à
l'Université Queen's, Kingston (Ontario),
le 15 octobre 1998

Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne

Je suis honoré d'avoir été invité par la School of Policy Studies et le John Deutsch Institute à prononcer la conférence Gibson de l'année 1998.

Économiste de formation ayant œuvré comme banquier durant la majeure partie de sa carrière, Douglas Gibson a jeté un éclairage des plus intéressants sur les questions que l'orientation des politiques publiques soulève, les rapports entre le gouvernement et les entreprises et la contribution des économistes du secteur privé aux politiques mises en œuvre par les pouvoirs publics. Une remarque que j'ai relevée dans le texte qu'il dédiait en 1981 à John Deutsch a tout particulièrement retenu mon attention. Dans ce texte, Gibson soulignait que peu d'économistes du milieu universitaire au Canada avaient jusque-là semblé reconnaître l'influence destructrice de l'inflation sur l'économie et sur la société en général[1].

Cette remarque est un bon préambule au sujet que j'ai choisi de traiter à la conférence Gibson de cette année. Je me propose en effet d'examiner avec vous l'expérience qu'a le Canada de l'utilisation de cibles explicites de réduction et de maîtrise de l'inflation comme pierre angulaire de la politique monétaire[2]. Mais auparavant, laissez-moi vous indiquer où se situent les cibles en matière d'inflation par rapport aux diverses autres approches possibles en matière de conduite de la politique monétaire.

La forte poussée d'inflation qui a frappé le monde dans les années 1970 a fait ressortir les coûts d'une hausse constante du niveau des prix. En conséquence, les banques centrales se sont de plus en plus attachées à trouver des façons de réduire l'inflation et de la maintenir à de bas niveaux. Un des enseignements tirés de cette période est l'importance de disposer d'une sorte de « point d'ancrage nominal » afin que la politique monétaire ne s'écarte pas de l'objectif de maîtrise de l'inflation qu'elle s'est fixé, étant donné les longs décalages avec lesquels ses effets se font sentir[3].

---

1. Gibson (1981).
2. Pour une évaluation globale de l'expérience acquise jusqu'à maintenant dans l'utilisation de cibles en matière d'inflation dans les pays industriels, voir Almeida et Goodhart (1998) et Bernanke et coll. (1998). L'expérience de pays particuliers est décrite dans Leiderman et Svensson (1995). Pour une analyse des avantages et des désavantages potentiels de l'utilisation de cibles d'inflation dans les pays en développement, voir Masson et coll. (1997).
3. Voir Bouey (1982).

Le point d'ancrage auquel les petits pays ont recours habituellement est un taux de change fixe entre leur monnaie et celle d'un partenaire commercial plus important où l'inflation a été maîtrisée. Pour leur part, les banques centrales d'un bon nombre de grands pays ont d'abord choisi les agrégats monétaires comme cible intermédiaire de la politique monétaire vers le milieu des années 1970, époque où une inflation relativement élevée s'enracinait dans l'économie mondiale. L'inflation et les attentes d'inflation s'étant ensuite maintenues à des niveaux incommodes dans de nombreux pays durant les années 1980, on a assisté, au début des années 1990, à une innovation dans le domaine de la politique monétaire, soit la mise en place de cibles explicites de maîtrise de l'inflation dans huit pays[4].

Les pays qui ont adopté des cibles explicites de maîtrise de l'inflation avaient principalement en commun un passé d'inflation supérieure à la moyenne. Dans certains cas, ils avaient déjà eu recours aux agrégats monétaires ou aux taux de change fixes, mais leurs efforts étaient restés vains ou n'avaient récolté qu'un succès limité. De plus, contrairement aux pays où l'inflation était restée relativement faible (comme les États-Unis, l'Allemagne et le Japon), ils ne pouvaient s'appuyer sur un engagement général, non chiffré, envers de bas taux d'inflation en raison de leur passé d'inflation et du manque de crédibilité de leur politique monétaire.

Lorsque les cibles canadiennes de maîtrise de l'inflation ont été rendues publiques la première fois en 1991, les principaux objectifs poursuivis étaient, à court terme, d'empêcher l'inflation de s'accélérer dans la foulée de l'entrée en vigueur de la nouvelle taxe sur les produits et services (TPS) et de la brusque remontée des prix du pétrole et, à plus long terme, de la ramener à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Au fil du temps, l'importance d'autres attributs positifs des cibles de maîtrise de l'inflation, lorsque celles-ci servent de cadre permanent pour la conduite de la politique monétaire, nous est apparue de plus en plus clairement à la Banque du Canada. Les plus remarquables de ces attributs sont une plus grande transparence, une responsabilité mieux définie, un meilleur processus interne de prise de décision et un mécanisme de réaction aux chocs de demande ou d'offre qui atténue les répercussions possibles de ces chocs sur la production.

Je n'irai pas jusqu'à prétendre que l'instauration de cibles d'inflation explicites constitue la seule façon d'obtenir de bons résultats sur le plan macroéconomique. De fait, la réduction de l'inflation dans les années 1990

---

4. La Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande, l'Australie, Israël et l'Espagne ont adopté des cibles en matière d'inflation durant la première moitié des années 1990.

dans des pays utilisant des cadres différents pour la mise en œuvre de leur politique monétaire montre clairement qu'il existe plusieurs façons de réaliser un bas taux d'inflation. Je vous dirai plutôt que la présence de telles cibles confère à la conduite de la politique monétaire un élément de discipline grâce auquel l'environnement dans lequel les particuliers et les entreprises prennent leurs décisions de nature économique est plus stable et plus prévisible. Je crois, en outre, que les avantages découlant de la transparence du cadre de mise en œuvre que procurent ces cibles les rendront de plus en plus attrayantes dans les démocraties où les institutions publiques doivent rendre compte de leurs actes.

Je vais donc, pour commencer, faire un bref historique de l'utilisation des cibles en matière d'inflation au Canada, puis j'évaluerai la tenue de l'économie canadienne durant la période au cours de laquelle de telles cibles ont été en vigueur. J'examinerai ensuite les attributs positifs de ces cibles, outre la réalisation d'un bas taux d'inflation. Après avoir passé en revue les principales critiques formulées à l'encontre des cibles explicites de bas taux d'inflation, je conclurai en décrivant la contribution que celles-ci ont apportée à la conduite de la politique monétaire au Canada ces huit dernières années.

Un bref historique de l'utilisation de cibles en matière d'inflation au Canada

Face à la persistance d'un niveau élevé d'inflation au Canada durant les années 1970, la Banque du Canada a décidé, en 1975, d'adopter pour cible un agrégat monétaire au sens étroit (M1). Cet agrégat étant devenu de moins en moins fiable et la preuve qu'il ne contribuait pas au relâchement souhaité des pressions inflationnistes étant faite, il a cessé d'être utilisé comme cible en 1982. Par la suite, la Banque s'est lancée dans une très longue recherche exploratoire dans le but de trouver un autre agrégat monétaire pouvant servir de cible, mais aucun ne lui a paru convenir. Voilà pourquoi, de 1982 à 1991, la conduite de la politique monétaire au Canada visait la stabilité des prix à long terme et la maîtrise de l'inflation à court terme, mais ne s'appuyait sur aucune cible intermédiaire ou trajectoire précise devant mener à l'objectif poursuivi à long terme.

En février 1991, la Banque et le gouvernement fédéral annonçaient conjointement l'instauration de cibles explicites de réduction de l'inflation[5].

---

5. L'annonce en a été faite par le gouvernement dans le cadre de la présentation de son budget annuel, alors que la Banque a émis un communiqué et une note d'information décrivant les aspects techniques de l'utilisation des cibles. Pour une description de certains de ces aspects, voir Freedman (1995).

Ils confirmaient, dans leur annonce respective, que la stabilité des prix était l'objectif à long terme que devait poursuivre la politique monétaire canadienne et précisaient la trajectoire visée pour réaliser un bas taux d'inflation. Le premier jalon de cette trajectoire, qui devait être atteint avant la fin de 1992, était un taux cible de 3 % pour l'augmentation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC). Les deux objectifs suivants étaient un taux cible de 2,5 % pour le milieu de 1994 et de 2 % pour la fin de 1995. Ces taux représentaient le point médian d'une fourchette cible dont les limites se situaient à un point de pourcentage de part et d'autre. Il était également spécifié que de nouvelles réductions de l'inflation seraient obtenues après 1995 jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte.

À l'époque où les cibles ont été instaurées, deux chocs importants exerçaient des pressions à la hausse sur les prix au Canada : le vif renchérissement du pétrole consécutif à l'invasion du Koweit par l'Irak et les répercussions sur le niveau des prix du remplacement de la taxe fédérale sur les ventes des fabricants par une taxe (la TPS) ayant une assiette plus large. À cause de ces chocs, la Banque et le gouvernement redoutaient une intensification des attentes d'inflation et l'apparition possible de nouvelles pressions continues à la hausse sur les salaires et les prix. Leurs craintes étaient accentuées par le fait que le Canada venait de traverser une période de pressions inflationnistes provoquées par une demande excédentaire. En donnant une indication claire de l'orientation à la baisse qui allait être imprimée à l'inflation à moyen terme, les cibles avaient donc pour objectif premier à court terme d'amener les entreprises et les particuliers à ne pas s'attarder à ces chocs sur les prix, mais à prendre en considération plutôt, dans leurs décisions économiques, la baisse de la tendance fondamentale de l'inflation visée par la politique monétaire.

À plus long terme, l'établissement de cibles de réduction de l'inflation visait à concrétiser l'engagement des autorités à l'égard de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix. En outre, parce qu'elles renseignaient sur les objectifs précis des mesures de politique monétaire prises par la Banque, les cibles devaient aider les opérateurs des marchés financiers et le public à mieux comprendre ces mesures. Par conséquent, elles fournissaient aussi une base plus solide pour évaluer les résultats de la politique monétaire.

En décembre 1993, à l'occasion de l'annonce de ma nomination au poste de gouverneur, la Banque et le ministre des Finances ont émis un communiqué conjoint énonçant les objectifs de la politique monétaire. Dans ce communiqué, le gouvernement fraîchement élu et la Banque renouvelaient leur engagement envers la stabilité des prix comme objectif de la politique monétaire. Ils convenaient aussi de maintenir jusqu'en 1998 la fourchette cible de 1 à 3 % visée pour l'inflation et de reporter la décision sur une

définition de la stabilité des prix. Deux raisons expliquaient ce report. Premièrement, étant donné que le Canada n'avait pas connu de bas taux d'inflation depuis longtemps, on estimait qu'il serait utile de fonctionner pendant quelque temps dans un tel climat avant d'établir un objectif à long terme. Deuxièmement, comme l'inflation avait reculé de façon plutôt spectaculaire et inattendue en 1991, il était improbable que les Canadiens se soient tout à fait ajustés à la nouvelle donne. On avait donc besoin de plus de temps pour que s'opère l'ajustement nécessaire et que de nouvelles cibles puissent être fixées.

En février 1998, le gouvernement et la Banque ont annoncé que l'application de la fourchette cible de 1 à 3 % serait encore prolongée, cette fois jusqu'à la fin de 2001. Cette prolongation est due au fait que l'économie, qui connaît actuellement une période d'expansion cyclique, n'a pas encore atteint les limites de sa capacité. On a donc cru utile, avant de déterminer quelle cible à long terme serait compatible avec la stabilité des prix, de laisser s'écouler une plus longue période pendant laquelle l'économie pourrait mieux faire la preuve qu'elle peut bien fonctionner dans un climat de faible inflation. Le gouvernement et la Banque envisagent désormais de déterminer la cible à long terme de la politique monétaire avant la fin de 2001.

Les cibles de maîtrise de l'inflation et la tenue de l'économie canadienne

Quels effets sur la tenue de l'économie attendions-nous de l'instauration de cibles en matière d'inflation? En premier lieu, nous prévoyions un abaissement du taux d'inflation et une atténuation des attentes d'inflation. En deuxième lieu, nous escomptions que la réduction de ce taux et l'engagement à l'égard du maintien de l'inflation à de bas niveaux concrétisé par l'instauration des cibles entraîneraient un recul des taux d'intérêt. Enfin, nous nous attendions à ce que, une fois l'inflation réduite, l'économie fonctionne plus efficacement et n'ait plus à subir les fortes variations provoquées par l'alternance de surchauffes inflationnistes et de récessions[6].

Quels résultats avons-nous obtenus jusqu'à maintenant?

Le Graphique 1 présente l'évolution du taux d'inflation au cours de la période où des cibles ont été en vigueur. À la suite de l'annonce initiale de l'instauration de cibles de réduction de l'inflation en février 1991 (alors que

6. Pour une description des avantages de la stabilité des prix, voir Banque du Canada (1991).

le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global était de 6,8 %), l'inflation a vivement ralenti. De fait, pendant la majeure partie de 1992, elle est demeurée au-dessous de la limite inférieure de la fourchette cible. Depuis, à l'exception d'une brève période en 1995, la tendance de l'inflation s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette visée.

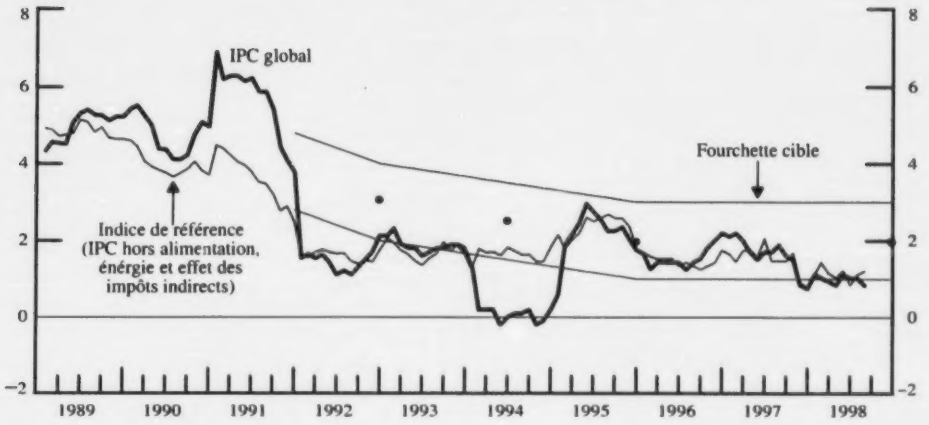
Le rythme auquel l'inflation a diminué en 1991 a étonné. Il traduisait un ralentissement économique beaucoup plus prononcé que la Banque et la plupart des autres prévisionnistes avaient prévu. La sévérité de la récession de 1990-1991 était en partie attribuable à des facteurs d'origine externe, notamment une croissance plus faible que prévu aux États-Unis et un fléchissement d'une ampleur inattendue du cours des matières premières. Du côté des facteurs internes, mentionnons la résorption des distorsions affectant les prix des actifs que la précédente période d'inflation avait léguées ainsi que l'endettement accumulé au cours de cette période.

Il est peu probable que l'annonce de 1991 au sujet de l'établissement d'une trajectoire de réduction de l'inflation ait eu un impact immédiat important sur les attentes des particuliers, des entreprises ou des participants aux marchés financiers. Tout compte fait, je crois que le faible niveau qu'affiche l'inflation tendancielle au Canada depuis 1992 est la cause déterminante du recul du taux d'inflation attendu. Cependant, les cibles ont probablement contribué à convaincre le public et les marchés que la Banque ne dérogerait pas à l'engagement qu'elle avait pris de maintenir l'inflation aux faibles taux auxquels celle-ci était descendue. De plus, certains indices récents portent à croire que le point médian de la fourchette visée, qui est de 2 %, est en train de devenir un repère important dans les attentes en matière d'inflation et les décisions de planification à long terme des entreprises.

Si l'on examine l'évolution des taux d'intérêt et la croissance de la production et de l'emploi au cours de la période où les cibles ont été utilisées, on constate d'abord que la reprise consécutive à la récession de 1990-1991 a été moins vigoureuse que la reprise typique de l'après-guerre. En particulier, l'expansion de la demande intérieure a été modérée jusqu'au milieu de 1996 (voir Graphique 2). De plus, la croissance de l'activité a été considérablement moins robuste au Canada qu'aux États-Unis. Certains observateurs ont attribué l'atonie de la reprise à l'adoption de cibles d'inflation et à l'approche correspondante en matière de conduite de la politique monétaire; cependant, leur analyse ne tient pas compte des grandes restructurations qui ont été opérées au Canada dans les secteurs tant privé que public au cours de la période[7]. Alors que les États-Unis connaissaient

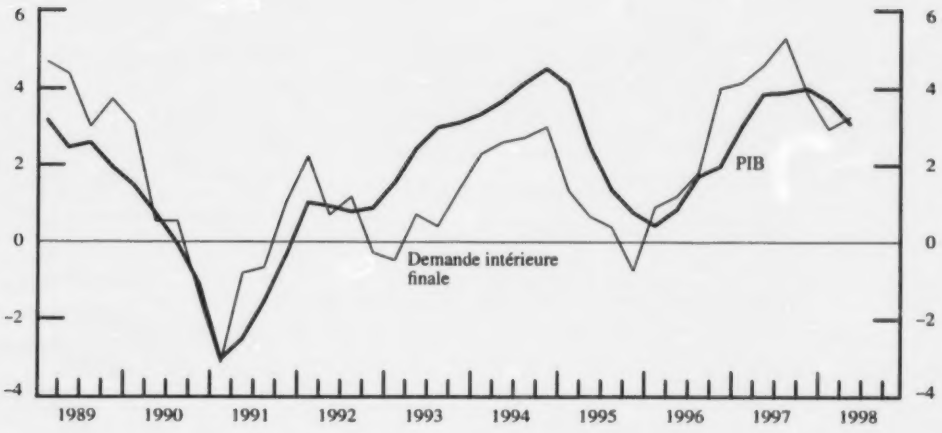
7. L'analyse de Fortin (1996) en est un bon exemple. Pour un examen critique des arguments avancés par ce dernier, voir Freedman et Macklem (1998).

Graphique 1
Indice des prix à la consommation au Canada
Données mensuelles, taux de variation sur douze mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Graphique 2
Production et demande intérieure finale au Canada
Taux de variation sur quatre trimestres, en volume



une période d'intense restructuration de leur secteur privé depuis le milieu des années 1980, ce n'est que durant la première moitié des années 1990 que cette transition s'est amorcée au Canada. À peu près au même moment, après deux décennies de déficits budgétaires et d'endettement public continuels au Canada, des mesures correctives d'une ampleur sans précédent étaient adoptées pour assainir les finances publiques.

Les deux trains de mesures étaient essentiels pour que l'économie canadienne fonctionne mieux. À court terme, cependant, ils ont eu pour conséquences une détérioration de la situation de l'emploi et une perte consécutive de confiance chez les consommateurs, lesquelles, à leur tour, ont provoqué une stagnation de la demande intérieure et un affaiblissement de la reprise de l'économie canadienne par rapport aux prévisions.

Les conditions monétaires se sont assouplies pendant la majeure partie de la période[8]. Toutefois, pendant longtemps la Banque n'a pu mener une politique aussi expansionniste qu'elle l'aurait voulu en raison de l'évolution des situations budgétaire, politique et internationale qui, par moments, a rendu les marchés financiers nerveux et volatils. Ce n'est qu'après 1995, une fois la crédibilité sur le plan budgétaire rétablie en partie et le référendum au Québec devenu chose du passé, que la Banque a pu amorcer une réduction durable des taux d'intérêt à court terme. À la faveur de la crédibilité accrue des politiques monétaire et budgétaire, les taux d'intérêt canadiens pour toute la gamme des échéances sont descendus à des niveaux inférieurs à leurs pendants américains. Stimulée par l'assouplissement des conditions monétaires, la demande intérieure au Canada s'est redressée, et l'activité a enregistré à partir du milieu de 1996 une vive expansion qui s'est poursuivie durant toute l'année 1997.

Une des principales conclusions que je voudrais tirer de l'expérience canadienne des années 1990 est qu'un bas taux d'inflation est certes indispensable à la bonne tenue de l'économie, mais qu'il ne peut, à lui seul, suffire à la tâche. S'il est vrai que la politique monétaire est parvenue à maintenir le taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette cible pendant la plus grande partie de la période, d'autres facteurs ont aussi fortement influencé l'évolution des taux d'intérêt ainsi que la croissance de la production et de l'emploi.

Doit-on déduire de l'importance du rôle joué par ces autres facteurs que les cibles de maîtrise de l'inflation et le bas taux d'inflation n'ont pas été utiles?

---

8. Le concept de conditions monétaires englobe les variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change, les deux canaux de transmission de la politique monétaire. Voir Freedman (1994) et Thiessen (1995).

Aucunement. La capacité des entreprises d'opérer une restructuration majeure a été grandement renforcée par le climat de taux d'inflation bas et stables qui s'installait. Et bien que l'incertitude sur les plans budgétaire et politique soit responsable de la grande volatilité qu'ont connue les marchés financiers et de notre vulnérabilité aux chocs externes durant la période qui a précédé 1996[9], je crois que la situation aurait été nettement pire sans le point d'ancrage qu'ont constitué le bas taux d'inflation et les cibles. De plus, de concert avec la politique d'assainissement budgétaire, ces bas taux et ces cibles ont favorisé une meilleure tenue de l'économie durant les toutes dernières années et nous ont permis de surmonter plus aisément les difficultés financières qui perturbent actuellement la scène internationale. Les cibles devraient continuer de soutenir fermement la tenue de notre économie et de nous aider à faire face aux chocs internationaux qui surviennent inévitablement de temps à autre.

L'accroissement de la transparence de la politique monétaire et l'amélioration de la façon dont la Banque rend compte de ses actes

Lorsque le gouvernement et la Banque ont convenu de la première série de cibles en 1991, leur principale préoccupation était de définir, pour la réduction de l'inflation, une trajectoire qui mènerait à la stabilité des prix. Malgré l'importance que la Banque accordait depuis quelques années déjà à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire[10], le public ignorait au juste quand cet objectif serait réalisé. Aussi l'un des principaux avantages attendus de l'instauration des cibles était-il un accroissement de la transparence quant à l'objectif visé par la politique monétaire, ce qui atténuerait l'incertitude au sein du public et sur les marchés financiers.

Au moment de l'annonce en 1991 de l'établissement des cibles, il avait aussi été précisé que celles-ci fourniraient de meilleurs repères sur lesquels fonder l'évaluation des résultats des mesures de politique monétaire. Souvent les critiques exprimées à l'égard de la politique monétaire partaient du principe que la Banque devrait poursuivre d'autres objectifs que la stabilité des prix. En se dotant d'un objectif clair que le gouvernement s'engageait à appuyer, la Banque espérait que les évaluations futures de l'efficacité de la politique monétaire s'appuieraient plus nettement sur les résultats obtenus au chapitre de la réalisation de la stabilité des prix.

---

9. Clinton et Zelmer (1997).
10. Voir Banque du Canada (1987) et Crow (1988).

Il ne fait aucun doute que des cibles explicites de maîtrise de l'inflation rendent l'objectif de la politique monétaire plus transparent et fournissent de meilleurs repères pour juger de la façon dont la banque centrale rend compte de la conduite de sa politique monétaire. Je n'ai pas tenté de réunir de preuves attestant que, depuis que l'objectif de la politique monétaire a été clarifié en 1991, les observations émanant du public reflètent une évaluation plus juste des résultats qu'obtient la Banque du Canada. Et il est difficile de démontrer de manière concluante que les marchés financiers ont été plus stables et que l'incertitude économique a été moindre au Canada qu'ils ne l'auraient été sans les cibles. Mais j'en suis personnellement arrivé à la conclusion que cela a effectivement été le cas.

Et l'adoption des cibles en matière d'inflation a certainement eu des répercussions importantes pour la Banque elle-même.

Nous avons découvert que l'établissement de cibles explicites exerçait un effet incitatif important sur le plan de la transparence, en ce sens que cela nous encourageait à parler plus ouvertement des moyens que nous allions employer pour atteindre nos objectifs. Comme je l'ai signalé lors d'une autre conférence[11], nous avons fait des efforts pour améliorer la façon dont nous expliquons notre évaluation de la situation économique ainsi que nos prévisions concernant la production et l'inflation. Nous avons précisé comment nous décidons des mesures qui sont nécessaires pour atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation et quelles interventions nous effectuons sur les marchés pour mettre en œuvre ces décisions.

Qui plus est, les cadres supérieurs de la Banque consacrent maintenant beaucoup plus de temps qu'auparavant à expliquer la politique monétaire et les interventions de la banque centrale à des groupes de gens partout au pays et à en débattre avec eux.

Toutes ces initiatives visent à accroître l'efficacité de la mise en œuvre de la politique monétaire et des mesures prises pour que les cibles de maîtrise de l'inflation soient atteintes.

Les explications et les discussions font également partie des moyens que la Banque utilise pour rendre compte de ses actes à la population canadienne. L'obligation de rendre compte signifie que la banque centrale doit soit atteindre la cible qu'elle s'est fixée, soit expliquer les facteurs imprévus qui l'ont empêchée d'y parvenir et la manière dont elle entend remédier à la situation. Nous avons donc tout intérêt à faire en sorte que la population soit

---

11. Voir Thiessen (1995).

bien au fait des circonstances qui sont susceptibles de réduire notre capacité d'atteindre notre objectif.

Il n'est guère étonnant que dans certains pays l'adoption de cibles de maîtrise de l'inflation se soit accompagnée d'un renforcement de l'autonomie de la banque centrale. Il est vrai que, traditionnellement, le privilège d'autonomie accordé à une banque centrale détonne quelque peu dans une démocratie[12]. Mais lorsque des cibles sont fixées et que la banque centrale est chargée de les réaliser, il devient beaucoup plus facile pour le Parlement et pour la population d'obliger les responsables de la conduite de la politique monétaire à rendre compte de la façon dont ils s'acquittent de leur mission.

Au Canada, aucune nouvelle disposition régissant l'obligation de la banque centrale de rendre compte de ses actes n'a été adoptée en 1991 ni après. En fait, les mécanismes existants se sont très bien adaptés au cadre de mise en œuvre de la politique monétaire axé sur la poursuite de cibles en matière d'inflation. La *Loi sur la Banque du Canada* confie au Conseil d'administration de la Banque la charge de veiller à ce que l'institution soit bien administrée[13]. Celui-ci doit notamment évaluer le rendement du gouverneur et des autres membres du Conseil de direction[14], qui assument la responsabilité des affaires de la Banque.

Depuis l'adoption des cibles d'inflation, il est devenu plus facile de procéder à cette évaluation. Il existe maintenant une mesure claire de ce que sont de bons résultats sur le plan de la mise en œuvre de la politique monétaire, principale fonction de la Banque.

Le pouvoir d'émettre des instructions dont jouit le ministre des Finances en vertu de l'article 14 de la *Loi sur la Banque du Canada* représente un deuxième mécanisme de responsabilisation de la Banque. Depuis que des cibles de maîtrise de l'inflation établies d'un commun accord par la Banque et le ministre des Finances ont été introduites, il est encore moins probable que ce pouvoir, qui n'a jamais été exercé, le soit un jour. Mais il demeure que si une profonde divergence d'opinions devait apparaître au moment du renouvellement des cibles, le ministre pourrait imposer sa volonté en se prévalant de son pouvoir d'émettre des instructions. Cela aurait pour

---

12. Voir Rasminsky (1966).
13. Les administrateurs de la Banque sont nommés par le gouvernement pour un mandat de trois ans. Traditionnellement, deux administrateurs viennent de l'Ontario, deux du Québec et un de chacune des autres provinces.
14. Le Conseil de direction est composé du gouverneur, du premier sous-gouverneur et des quatre sous-gouverneurs.

conséquences probables la démission du gouverneur et la nomination d'un remplaçant disposé à accepter les cibles souhaitées par le ministre[15].

La Banque doit assumer l'entière responsabilité des mesures de politique monétaire qu'elle prend aussi longtemps que des instructions contraires ne lui ont pas été signifiées. Mais comme le ministre des Finances a le pouvoir de lui donner des instructions, et partant de modifier la politique monétaire, il doit aussi assumer de manière générale la responsabilité ultime de celle-ci. De toute évidence, ce pouvoir ne peut être exercé que dans des circonstances exceptionnelles. Mais son existence même définit la nature du rapport que la Banque entretient avec le ministre des Finances au chapitre de la politique monétaire.

De nos jours, l'obligation qu'ont les institutions publiques de rendre compte de leurs actes déborde le cadre législatif traditionnel. Dans les régimes démocratiques, le public exige de ses institutions beaucoup plus de renseignements qu'autrefois et demande que celles-ci rendent compte de la façon dont elles s'acquittent de leurs responsabilités. Là encore, en fournissant à la Banque un objectif de rendement clair, les cibles de maîtrise de l'inflation aident celle-ci à répondre devant le Parlement et le grand public de la façon dont elle mène ses opérations.

L'amélioration du processus interne de prise de décision

L'établissement de cibles explicites et leur rôle dans l'accroissement de la transparence des opérations de la Banque et dans l'amélioration de la façon dont elle rend compte de ses actes ont aussi eu une incidence sur nos processus internes de prise de décision.

D'autres banques centrales qui ont adopté des cibles d'inflation ont également remarqué que cela avait donné lieu à une amélioration du processus interne de prise de décision[16]. Cela tient en grande partie à l'accent qui est alors mis sur la poursuite d'un objectif clair et à la nécessité qui en découle de mettre au point un cadre solide maximisant les chances que l'objectif soit atteint et tenant compte des longs décalages avec lesquels les mesures de politique monétaire se répercutent sur l'inflation.

---

15. En outre, si le ministre devait juger que les mesures prises par la Banque pour atteindre les cibles convenues sont inappropriées, il pourrait se servir de son pouvoir d'émettre des instructions pour en demander l'annulation. Il s'agirait dans ce cas aussi d'une marque de désapprobation, qui entraînerait probablement la démission et le remplacement du gouverneur.
16. Haldane (1995).

Ce cadre comprend normalement plusieurs éléments, à savoir l'établissement de projections au sujet des taux d'inflation futurs, la réalisation d'une série d'estimations quantitatives concernant les liens qui existent entre les actions de la banque centrale et le taux d'inflation et la mise au point de variables d'information capables de signaler à l'avance aux autorités si l'évolution économique et financière est compatible ou non avec les perspectives en matière d'inflation.

Au Canada, le processus d'élaboration de la politique monétaire est le suivant. La Banque établit des projections relativement à l'évolution du taux d'inflation sur un horizon d'un à deux ans. Ces projections se fondent en grande partie sur l'évaluation que nous faisons de la situation économique à l'étranger et au pays et des répercussions que cette situation risque d'avoir sur la trajectoire de la production réelle au Canada par rapport à la production potentielle. Dans ce cadre, la politique monétaire a pour objectif intermédiaire effectif de réduire l'écart entre le taux projeté de l'inflation dans six à huit trimestres et le taux cible[17]. Des projections détaillées sont préparées au début de chaque trimestre, puis réévaluées au milieu du trimestre; un suivi minutieux est effectué entre-temps. Cela nous permet de réexaminer à la lumière des nouvelles données disponibles les scénarios sur lesquels se fondent les mesures de politique monétaire. Dans ce contexte, je tiens à souligner que nous sommes très conscients du degré d'incertitude entourant les projections établies et le mécanisme de transmission qui lie les mesures que nous prenons à la demande et à l'inflation[18].

Bien qu'il soit encore trop tôt pour que nous puissions tirer des conclusions définitives, je suis porté à croire que le renforcement de la discipline au sein de notre processus interne de prise de décision constitue l'un des principaux avantages que l'application des cibles nous a procurés jusqu'à maintenant. L'engagement de la Banque envers la réalisation des cibles et l'obligation qu'elle a d'expliquer et de justifier toute incapacité d'atteindre celles-ci ont permis de mieux orienter le débat interne sur les mesures de politique monétaire à prendre et ont probablement réduit les risques que les décisions nécessaires soient indûment retardées.

---

17. Svensson (1997).

18. Pour une analyse approfondie du cadre dans lequel la politique monétaire est menée au Canada, voir Duguay et Poloz (1994) ou Longworth et Freedman (1995). Se reporter également à Haldane (1995) pour une description du cadre utilisé dans les pays qui axent leur politique monétaire sur la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation. Pour une analyse de l'incertitude entourant le mécanisme de transmission, voir Thiessen (1995).

La réaction aux chocs de demande et d'offre dans un contexte où des cibles en matière d'inflation sont poursuivies

En plus du fait qu'elles ont des répercussions positives sur le plan de la transparence, de la responsabilité et du processus interne de prise de décision, les cibles en matière d'inflation fournissent un mécanisme qui aide la politique monétaire à réagir aux chocs de demande et d'offre d'une manière qui atténue les fluctuations économiques.

Si les prévisions relatives à l'inflation donnent à penser que la demande globale croît à un rythme insoutenable et qu'elle exerce sur l'appareil de production des pressions menaçant de pousser la tendance de l'inflation au-delà de la limite supérieure de la fourchette visée, la Banque resserrera les conditions monétaires afin de contrebalancer les pressions de la demande et de l'inflation. En revanche, si la demande est faible par rapport à la capacité de production et que la tendance de l'inflation semble vouloir tomber en deçà du plancher de la fourchette, la Banque assouplira les conditions monétaires, de façon à stimuler l'économie et à réduire les pressions à la baisse sur l'inflation. En procédant de cette façon, la Banque atténue effectivement l'ampleur des variations de la production réelle et du revenu qui sont inhérentes à une économie de marché. En raison de l'influence stabilisatrice sur l'économie que les cibles exercent face aux chocs de demande et du rôle utile que jouent les limites supérieure et inférieure de la fourchette pour faire comprendre la façon dont la Banque réagit à de tels chocs, nous accordons maintenant plus d'importance à la fourchette cible que cela n'était le cas au début.

Qui plus est, dans la mesure où l'adoption et l'atteinte de cibles explicites de maîtrise de l'inflation ont pour effet d'accroître la crédibilité de la politique monétaire au Canada, la Banque dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour faire face aux chocs de demande. Ainsi, s'il se produit un choc à la hausse, la Banque aura davantage de latitude, si sa politique monétaire est crédible, pour estimer l'ampleur et la durée de ce choc et l'intensité des pressions que celui-ci semble exercer sur l'appareil de production. La Banque ne disposera de cette latitude accrue que si les attentes d'inflation sont solidement arrimées aux cibles en matière d'inflation et qu'elles ne sont pas ébranlées par le fait que l'on tarde à réagir à un choc[19].

---

19. Voir Freedman (1996). Le fait que les autorités monétaires américaines ont pu adopter une approche attentiste face aux chocs qui se sont produits ces dernières années est étroitement lié au très haut degré de crédibilité dont jouit la Réserve fédérale.

Les cibles en matière d'inflation se sont également révélées utiles pour faire face à certains types de chocs d'offre. Ainsi, lorsque des chocs transitoires s'exercent sur les prix des aliments et de l'énergie, l'accent que la Banque met sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) fait clairement ressortir qu'elle s'attache surtout à la tendance de l'inflation et non aux variations temporaires de ce type.

Le fait que l'indice de référence que nous utilisons pour mesurer l'inflation ne tient pas compte de l'incidence des impôts indirects implique que la Banque est prête à composer avec les effets de première vague que des modifications des impôts peuvent avoir sur le niveau des prix. Toutefois, nous avons également indiqué de façon non équivoque que nous ne tolérerons pas les effets durables que pourraient exercer sur l'inflation des rajustements de salaires et de traitements visant à compenser des hausses de taxes.

Un autre type de choc d'offre qui pourrait avoir de l'importance au cours des années à venir est la possibilité que le mouvement généralisé de restructuration qui s'est produit au sein de l'économie canadienne, conjugué aux progrès technologiques et à la vigueur des investissements des entreprises, se traduise par des taux de croissance et des niveaux de production potentielle plus élevés que ne le laisserait croire l'expérience passée. L'économie serait alors capable de croître plus rapidement et l'appareil de production de fonctionner à un plus haut régime qu'on ne l'avait d'abord pensé sans causer de pressions inflationnistes.

L'adoption d'une cible crédible en matière d'inflation peut aider la Banque à découvrir où se situent vraiment les limites de la production potentielle. Prenons le cas où l'inflation continue de subir des pressions à la baisse en dépit du fait que le niveau de l'activité économique est compatible, selon la Banque, avec la pleine utilisation des capacités. Le risque d'une chute de l'inflation sous le niveau visé et les questions qu'une telle éventualité soulèverait sur le plan de la responsabilité devraient empêcher que la Banque ne commette l'erreur de sous-estimer continuellement la production potentielle[20].

Ce cadre opérationnel devrait aider les Canadiens à bien comprendre qu'une politique monétaire axée sur la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation ne fait pas abstraction des variations de l'emploi et de la production et ne mène pas à une économie qui fonctionne systématiquement moins bien qu'elle ne le devrait.

---

20. Thiessen (1997).

Certaines critiques à l'égard de la poursuite d'un bas taux d'inflation

J'aimerais maintenant répondre aux principales critiques qui ont été formulées à l'endroit des cibles visées par la Banque du Canada en matière d'inflation. Les arguments invoqués font allusion à la possibilité d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux, à l'impossibilité pour les taux d'intérêt nominaux de descendre au-dessous de zéro et à la crainte d'une déflation. Vous remarquerez qu'aucune de ces critiques ne remet directement en question les cibles en tant que telles; elles s'en prennent plutôt au choix d'un taux cible très bas.

La rigidité des salaires

Les salaires sont-ils à ce point rigides qu'ils tarderaient à baisser, malgré la présence de ressources inutilisées sur le marché du travail? Et quelles seraient les conséquences d'une telle situation sur le fonctionnement de l'économie et sur la politique monétaire? En d'autres termes, un certain niveau d'inflation est-il nécessaire pour « lubrifier les rouages » de l'économie et éliminer les effets potentiels d'une rigidité des salaires[21]?

Les données dont nous disposons, même si elles ne sont encore que partielles, semblent indiquer que les salaires peuvent diminuer et que de fait ils diminuent[22]. Il convient toutefois de souligner qu'une croissance de la productivité favorisera normalement une augmentation du salaire moyen à la longue, et ce même en contexte de stabilité des prix. Dans pareilles circonstances, en demeurant inchangés, les salaires nominaux permettent une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre équivalente au taux de croissance de la productivité, dans la mesure où une telle baisse est jugée nécessaire.

Par ailleurs, la résistance aux rajustements à la baisse des salaires nominaux, qui se développe durant les périodes d'inflation élevée, a tendance à s'émousser quand le public s'habitue à une faible inflation. De la même façon que les salaires nominaux se sont adaptés à la période d'inflation élevée qui a commencé dans les années 1970, je ne vois pas pourquoi ils ne s'ajusteraient pas au climat de bas taux d'inflation dans lequel nous vivons actuellement. De fait, nous constatons, tant au Canada que dans d'autres pays où le niveau de l'inflation est faible, qu'il y a maintenant des signes d'une augmentation de l'importance relative des modes de rémunération à

---

21. Voir Fortin (1996) et Akerlof et coll. (1996).
22. Voir Crawford et Harrison (1998).

portion variable (comme les primes de rendement) par opposition à des hausses du taux de rémunération de base[23]. Si cette tendance se confirme, elle devrait contribuer à accroître la flexibilité des salaires.

Comme je l'ai indiqué dans le passé, j'ai beaucoup de mal à accepter l'idée selon laquelle les salariés canadiens seraient victimes d'une illusion monétaire permanente dont pourrait et devrait profiter l'autorité monétaire[24].

Comment peut-on assouplir la politique monétaire lorsque l'inflation est très basse et que les taux d'intérêt sont proches de zéro?

L'une des critiques à l'endroit de l'objectif de stabilité des prix, ou du maintien de l'inflation à un niveau très bas, est que la poursuite de cet objectif écarte toute possibilité de recours à des taux d'intérêt réels négatifs (c'est-à-dire à des taux d'intérêt inférieurs au taux d'inflation) pour stimuler l'économie, si cela devait s'avérer nécessaire. Un tel raisonnement implique qu'il faudrait éviter de viser un faible taux d'inflation si l'on désire conserver la marge de manœuvre accrue que des taux d'intérêt réels négatifs donneraient aux décideurs publics en période d'atonie de l'activité économique.

Lorsqu'on examine cet argument, il est important de ne pas perdre de vue que la réalisation de la stabilité des prix est susceptible d'entraîner une diminution de l'amplitude des fluctuations des cycles économiques. Dans les années d'après-guerre, les récessions profondes (celles qui étaient de nature à commander, dans certains cas extrêmes, des taux réels négatifs) ont généralement été précédées de périodes de fortes pressions inflationnistes. Ces pressions ont donné lieu à d'importantes distorsions économiques qui, à leur tour, ont aggravé la récession qui leur faisait suite. En l'absence de telles distorsions inflationnistes, les ralentissements de l'activité économique ont tendance à être beaucoup plus légers, ce qui réduit la probabilité que des taux d'intérêt réels négatifs soient nécessaires à un moment donné.

En outre, si les taux d'intérêt nominaux à court terme ne peuvent être négatifs, il reste qu'un taux nominal proche de zéro implique tout de même un taux d'intérêt réel nettement en-dessous de sa valeur d'équilibre, ce qui aura pour effet de stimuler considérablement l'économie.

---

23. Crawford et Harrison (1998).
24. Voir Thiessen (1996-1997).

Enfin, dans une petite économie ouverte dotée d'un régime de changes flottants, l'assouplissement des conditions monétaires peut venir tant des mouvements des taux d'intérêt que de l'évolution du cours du change. Même si seule une détente limitée pouvait s'opérer au moyen des taux d'intérêt, un ajustement suffisant des conditions monétaires pour soutenir la relance et empêcher l'inflation de se maintenir obstinément en-dessous de la fourchette cible resterait possible.

La « déflation » nous menace-t-elle?

Certains de nos opposants laissent entendre que la poursuite de cibles de maîtrise de l'inflation, comme la fourchette actuelle de 1 à 3 %, expose l'économie canadienne au risque de subir une déflation dès l'apparition d'un choc négatif.

Avant d'aller plus loin, je désire d'abord rappeler que la déflation est une baisse du niveau général des prix des biens et services et non pas des prix des actifs, comme semblent le penser certains. Par ailleurs, parler de « déflation » pour désigner une légère diminution des prix sur une courte période, plutôt qu'une période de baisse soutenue des prix, peut s'avérer très trompeur. Dans l'esprit des gens au Canada, le terme de déflation est associé à la grande crise des années 1930, durant laquelle les prix avaient dégringolé de plus de 20 % en quatre ans.

Ce qui est à craindre avec une déflation persistante, c'est que les ménages décident de reporter des dépenses de consommation dans l'attente d'une baisse sensible des prix et que ce comportement entraîne l'économie dans une spirale d'endettement et de déflation. De tels scénarios sont très peu probables dans le cas de légères baisses des prix sur de courtes périodes. Le fait que les autorités monétaires s'engagent, en adoptant des cibles en matière d'inflation, à ramener le taux de variation des prix dans la fourchette cible, tend à réduire encore davantage les risques que les attentes de déflation s'enracinent en pareils cas.

Je soutiens que nous devons éviter autant l'inflation que la déflation. Toutes deux ne font qu'accroître l'incertitude chez les agents économiques et ont des conséquences nocives sur l'activité économique. C'est la raison pour laquelle la Banque du Canada accorde autant d'importance aux risques que le taux d'inflation tombe en-dessous de la fourchette cible qu'à la possibilité qu'il la dépasse.

Conclusion

Il est encore prématuré de tirer des conclusions définitives quant à l'incidence des cibles en matière d'inflation sur la tenue de l'économie canadienne. Nous devons vraiment laisser s'écouler plus de temps avant de déterminer si les cibles parviennent véritablement à empêcher l'inflation tendancielle de sortir constamment de la fourchette cible lorsqu'une reprise cyclique de l'économie atteint son apogée.

Il est toutefois possible de tirer certaines conclusions à ce stade-ci. Au Canada, l'inflation s'est presque toujours maintenue à l'intérieur des différentes fourchettes cibles de maîtrise de l'inflation qui ont été établies. C'est la raison pour laquelle, ces dernières années, les perspectives en matière d'inflation ont été plus stables et plus prévisibles qu'elles ne l'avaient été depuis les années 1960; voilà pourquoi la plupart des taux d'intérêt nominaux ont été plus bas que jamais depuis cette époque.

Il semblerait que les investissements des entreprises au Canada aient été stimulés par les faibles taux d'intérêt et les perspectives de stabilité de l'inflation au pays.

Chez les particuliers, cette stabilité a encouragé les épargnants et les emprunteurs à s'engager pour de plus longues périodes; elle leur procure une assurance accrue — un avantage particulièrement important pour ceux qui ne sont pas des experts des questions financières ou qui ne souhaitent pas consacrer beaucoup de temps et d'énergie à ces questions.

On entend souvent dire à l'encontre des cibles adoptées au Canada que, depuis 1991, les États-Unis ont réussi à améliorer leur production et à réduire leur chômage avec un taux d'inflation qui est actuellement supérieur de 1 % seulement à celui du Canada.

Toutefois, comme je l'ai fait remarquer tout au long de cet exposé, les différences de tenue entre l'économie canadienne et l'économie américaine sont attribuables à un certain nombre de facteurs, dont le plus important a été probablement l'orientation de la politique budgétaire au Canada et les niveaux d'endettement public plus élevés qui en ont résulté.

J'ajouterai qu'aux États-Unis, la crédibilité de la politique monétaire n'a pas posé les mêmes problèmes qu'au Canada. Cela reflète, dans une large mesure, le taux d'inflation légèrement plus bas observé aux États-Unis entre le début des années 1970 et celui des années 1990. Cela est aussi dû au fait que le dollar américain est la principale monnaie de réserve internationale et que, pour cette raison, il y a une forte demande soutenue pour les actifs libellés en dollars américains, ce qui n'est pas le cas pour les actifs en

dollars canadiens. Dans ces circonstances, l'engagement envers la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation aidera bien davantage une économie ouverte relativement petite comme la nôtre à attirer et à retenir des investisseurs que ce ne serait le cas pour les États-Unis.

À mon avis, toutefois, les améliorations de la transparence de la politique monétaire et de l'obligation d'en rendre compte que procurent les cibles, de même que la discipline accrue dans le processus décisionnel des banques centrales qui en résulte, sont bénéfiques, quel que soit le pays. En outre, le fait que les perspectives d'inflation soient plus prévisibles grâce aux cibles ne peut que contribuer à la bonne tenue à long terme d'une économie. Par ailleurs, l'effet de stabilisation automatique qu'exercent les cibles devrait rassurer ceux qui craignent que la banque centrale se préoccupe trop de l'inflation au détriment de l'économie réelle.

Pour conclure, je dirais donc que, dans les démocraties, la transparence et l'obligation de rendre compte confèrent leur légitimité aux banques centrales autonomes. Je suis convaincu que l'autonomie des banques centrales est la meilleure garantie qu'une politique monétaire de faible inflation sera appliquée à long terme; c'est pourquoi, à mon avis, il importe que cette autonomie demeure acceptable en régime démocratique. Ce n'est que si les objectifs de rendement sont clairement définis que les mécanismes par lesquels la banque centrale rend compte de ses actes seront véritablement efficaces.

Les cibles de maîtrise de l'inflation ne sont en aucune manière une solution miracle dans la conduite de la politique monétaire. Néanmoins, je crois qu'elles offrent un cadre favorisant des décisions politiques plus judicieuses et une meilleure tenue de l'économie en longue période et qu'elles permettent aux banques centrales ayant un statut d'autonomie d'adopter une position plus responsable et donc plus soutenable.

Bibliographie

Akerlof, G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, p. 1–59.

Almeida, A. et C.A. E. Goodhart (1998). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour? », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, numéro spécial, mars, Rome.

Banque du Canada (1987). *Rapport annuel pour 1986*, Ottawa, Banque du Canada.

——— (1991). *Rapport annuel pour 1990*, Ottawa, Banque du Canada.

Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin et A.S. Posen (1998). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

Bouey, G. K. (1982). « Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage », conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3–17.

Clinton, K. et M. Zelmer (1997). *Constraints on the Conduct of Canadian Monetary Policy in the 1990s: Dealing with Uncertainty in Financial Markets*, Rapport technique n° 80, Ottawa, Banque du Canada.

Crawford, A. et A. Harrison (1998). « La détection de la rigidité à la baisse des salaires nominaux ». *In : Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1997, p. 193–259, Ottawa, Banque du Canada.

Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, *Revue de la Banque du Canada*, février, p. 3–17.

Duguay, P. et S. Poloz (1996). « Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada ». *In : La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 123–135. Paru initialement en anglais en 1994 dans *Analyse de Politiques*, vol. 20, p. 189–199.

Fortin, P. (1996). « The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'Économique*, vol. 29, p. 761–787.

Freedman, C. (1996). « Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada ». *In : La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 75–89. Paru initialement en anglais en 1994 dans *Frameworks for Monetary Stability — Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de T. J. T. Baliño et C. Cottarelli, Washington, Fonds monétaire international.

——— (1995). « The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation ». *In : Inflation Targets*, publié sous la direction de L. Leiderman et L. E. O. Svensson, Londres, Centre for Economic Policy Research.

——— (1996). « What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? — Practical Issues ». *In : Achieving Price Stability*, actes d'un symposium organisé sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming), 29–31 août.

Freedman, C. et T. Macklem (1998). « A Comment on 'The Great Canadian Slump' », *Revue canadienne d'Économique*, vol. 31, p. 646–665.

Gibson, J. D. (1981). « The Flow of Policy Ideas Between Business and Government ». *In : Economic Policy Advising in Canada. Essays in Honour of John Deutsch*, publié sous la direction de D. C. Smith, Toronto, Institut C. D. Howe, p. 105–120.

Haldane, A.G. (publié sous la direction de) (1995). *Targeting Inflation*, actes d'une conférence des banques centrales sur l'utilisation de cibles en matière d'inflation organisée par la Banque d'Angleterre, mars, Londres, Banque d'Angleterre.

Leiderman, L. et L. E. O. Svensson (1995). *Inflation Targets*, Londres, Centre for Economic Policy Research.

Longworth, D. et C. Freedman (1995). « The Role of the Staff Economic Projection in Conducting Canadian Monetary Policy ». *In : Targeting Inflation*, actes d'une conférence des banques centrales sur l'utilisation de cibles en matière d'inflation organisée par la Banque d'Angleterre, mars, publié sous la direction d'A. G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 101–112.

Masson, P. R., M. A. Savastano et S. Sharma (1997). « The scope for inflation targeting in developing countries », document de travail n° 97/130, Fonds monétaire international.

Rasminsky, L. (1966). « Le rôle actuel de la banque centrale », conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, 9 novembre, Palais Altieri, Rome (Italie).

Svensson, L. E. O. (1997). « Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets », *European Economic Review*, vol. 41, p. 1111–1146.

Thiessen, G. G. (1995). « L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada », conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41–58.

Thiessen, G. G. (1996–1997). « L'économie canadienne a-t-elle besoin de plus d'inflation en guise de lubrifiant? », allocution prononcée devant la chambre de commerce du grand Toronto, *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 63–69.

——— (1997). « Les défis qui s'annoncent en matière de politique monétaire », allocution prononcée devant la chambre de commerce de Vancouver, *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 79–84.

D'une génération à l'autre : l'évolution des points de vue sur le rôle de la politique monétaire depuis la Commission Porter

Conférence commémorative Tony Hampson
donnée à l'Institut C.D. Howe, Toronto (Ontario),
le 11 mars 1999

D'une génération à l'autre : l'évolution des points de vue sur le rôle de la politique monétaire depuis la Commission Porter

Tony Hampson et la Commission Porter

En plus des succès qu'il a connus sur le plan professionnel, Tony Hampson a contribué de manière exceptionnelle à la vie publique canadienne. Beaucoup d'entre vous se souviendront qu'il a été pendant plusieurs années président du Policy Analysis Committee de l'Institut C.D. Howe. Durant les premières années de sa carrière, il a travaillé pour la Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques du Canada (aussi connue sous le nom de Commission Gordon). Et, fait plus notable encore, il a été secrétaire de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (la Commission Porter).

Les personnes qui ont travaillé à ses côtés, à ces commissions et ailleurs, conservent de lui le souvenir d'un homme à la personnalité attachante, d'un gestionnaire ambitieux et exigeant, d'un analyste clairvoyant et d'un rédacteur méticuleux et de bon conseil. Tony Hampson possédait également de remarquables talents de communicateur et d'écrivain. Je me permettrai de citer à cet égard la note de remerciements inscrite dans le rapport de la Commission Porter : « Notre plus grande dette de reconnaissance va au secrétaire de la Commission, M. H. A. Hampson. Son intelligence, ses dons d'organisation et son énergie ont été d'une valeur inestimable dans l'organisation de notre travail, l'élaboration de nos vues et la rédaction du rapport[1]. »

Les audiences publiques et les analyses entreprises vers le début des années 1960 par la Commission Porter, ainsi que le rapport qui est ressorti de ses travaux et les discussions que celui-ci a suscitées, ont eu une importance majeure pour le système financier canadien et pour la Banque du Canada. Le Rapport Porter contenait, selon moi, les prémices d'un nouveau courant de pensée en matière de structure financière et de politique monétaire. L'accent mis par la Commission sur le rôle de la concurrence et le recours aux mécanismes du marché dans la mise en œuvre de la politique annonçait clairement les orientations futures. La Commission avait prévu également bon nombre des changements dont allaient faire l'objet les institutions financières et les marchés. De plus, elle soulignait la nécessité de maîtriser l'inflation, et ce, à une époque où l'idée selon laquelle un certain niveau

1. Rapport de la Commission Porter, p. 653

d'inflation était un compromis acceptable en échange d'une baisse du chômage gagnait de plus en plus en popularité.

Les membres de la Commission présidée par Dana Porter, juge en chef de l'Ontario, étaient tous des hommes d'expérience doués d'une grande vision. Qui plus est, ils ont su s'entourer de jeunes chercheurs extrêmement talentueux, dirigés de main de maître par Tony Hampson.

La Commission croyait beaucoup dans les forces du marché, une position qui n'était pas particulièrement populaire à l'époque. Dans beaucoup de pays développés, on trouvait encore de vastes contrôles gouvernementaux — hérités de l'après-guerre — et ceux-ci étaient généralement considérés comme souhaitables, voire nécessaires. Les commissaires estimaient, pour leur part, que le régime financier plus libéral existant au Canada fonctionnait somme toute de manière efficace. Le système que nous avions avait joué un rôle clé dans l'expansion d'après-guerre, particulièrement dans le financement de la formidable vague d'investissements observée durant les années 1950. Par ailleurs, ce système était à l'époque en profonde mutation, évoluant sans cesse en fonction des besoins changeants des ménages, des entreprises et des gouvernements à l'égard des marchés financiers. Se fondant sur les résultats encourageants observés, les auteurs du Rapport Porter se sont prononcés fortement en faveur d'une intensification de la concurrence et d'une plus grande déréglementation. Ils étaient conscients que cette option présentait certains risques, mais considéraient néanmoins que cela valait la peine de les prendre.

Cette recommandation des commissaires a été prise en compte lors de la révision de la législation financière fédérale de 1967, particulièrement dans l'élaboration des mesures suivantes : l'élimination du plafond traditionnel de 6 % imposé aux taux des prêts bancaires; le droit pour les banques d'octroyer des prêts hypothécaires ordinaires (c'est-à-dire non garantis par le gouvernement); l'interdiction pour les banques de conclure entre elles des accords sur les taux d'intérêt et d'avoir des conseils d'administration interdépendants; et, enfin, l'allégement du fardeau des réserves-encaisse obligatoires sur les dépôts bancaires[2].

Ces mesures ont résisté à l'épreuve du temps et ont été profitables pour le Canada. La libéralisation des taux d'intérêt, notamment, a permis aux

---

2. Les principaux changements ont été apportés à la *Loi sur les banques* et à la *Loi sur la Banque du Canada*. Bien que la Commission ait recommandé une définition exhaustive de l'activité bancaire, le législateur n'est pas allé jusqu'à éliminer les distinctions entre les différents types d'institutions financières. Par ailleurs, la Commission s'opposait à la création d'une assurance-dépôts garantie par les fonds publics, laquelle fut quand même instaurée en 1967, à la suite des retraits massifs dont avait fait l'objet une société de fiducie.

institutions financières de s'adapter adéquatement à la volatilité accrue qui a caractérisé le paysage financier au cours des décennies suivantes. Le Canada a échappé aux faiblesses systémiques causées ailleurs par le plafonnement des taux administrés. Aux États-Unis, par exemple, ces plafonds ont été un des grands facteurs ayant favorisé la tenue de portefeuilles déséquilibrés par les institutions d'épargne et de crédit, une pratique qui, dans les années 1980, s'est avérée être une erreur fatale.

Sur le plan théorique, les arguments de la Commission Porter sur la libéralisation du système financier et la concurrence étaient avant-gardistes et conservent encore aujourd'hui toute leur pertinence.

Si je rappelle ces faits, c'est pour faire ressortir à quel point les conclusions de la Commission Porter ont modifié de manière notable la scène financière canadienne. Toutefois, la réforme financière, si importante et d'actualité soit-elle, ne constitue pas le thème central de mon exposé. Je souhaite plutôt me concentrer sur les travaux de la Commission en matière de conduite de la politique monétaire. Tout d'abord, j'exposerai dans ses grandes lignes la conception de la politique monétaire telle qu'elle est présentée dans le Rapport Porter. Je ne compte pas dresser un tableau détaillé de l'analyse de la politique monétaire effectuée par la Commission. Je m'attarderai plutôt sur quelques points d'ordre général qui me paraissent particulièrement dignes d'intérêt. Je présenterai ensuite l'approche globale suivie aujourd'hui en la matière. Et vous verrez que la comparaison entre les deux met au jour des différences frappantes, mais qu'elle révèle aussi des points communs. Ces derniers m'incitent à penser que le rapport de la Commission Porter et tout le débat qu'il a suscité ont été une étape déterminante dans l'évolution qui a conduit à la mise en place du cadre actuel de conduite de la politique monétaire au Canada[3].

---

3. La Commission s'est également penchée sur la question du régime de gestion de la banque centrale. Elle a recommandé d'officialiser l'entente sur la responsabilité partagée entre le gouvernement et la Banque du Canada qui avait été rédigée par Louis Rasminsky avant qu'il ne soit nommé gouverneur. En conséquence, la *Loi sur la Banque du Canada* a été modifiée en 1967 pour accorder au ministre des Finances le droit de donner au gouverneur de la Banque du Canada, en cas de divergence d'opinions, des directives sur la politique monétaire à appliquer. Le gouvernement est donc ultimement responsable de la politique monétaire. Toutefois, en l'absence de telles directives, la Banque assume l'entière responsabilité de la formulation et de la mise en œuvre de la politique monétaire.

La politique monétaire vue par la Commission Porter

Le cadre de base

La conception que se faisaient de la politique monétaire les membres de la Commission Porter correspond, à bien des égards, à celle qui avait généralement cours dans les années 1960. C'était l'âge d'or des théories keynésiennes, autant dans les cercles officiels que dans les milieux universitaires. Même si Milton Friedman et ses collaborateurs avaient commencé à approfondir la théorie quantitative de la monnaie grâce à des travaux empiriques assez impressionnants, quoique controversés, leurs opinions étaient encore très peu répandues au début des années 1960[4].

La conception de la politique monétaire qui avait cours à l'époque reposait sur quatre principes fondamentaux[5].

En premier lieu, la politique monétaire n'était considérée que comme un volet d'une politique macroéconomique poursuivant, dans son ensemble, de multiples objectifs (niveaux élevés d'emploi et de production, faible inflation, croissance économique rapide, balance des paiements équilibrée, etc.). On affirmait également que les politiques monétaire et budgétaire ainsi que la gestion de la dette devaient être coordonnées en fonction de ces objectifs. Ces propositions traduisaient un accent marqué sur le court terme. S'il ne fait aucun doute que la politique monétaire et la politique budgétaire ont toutes deux une influence à court terme sur les variables réelles, on ne savait pas très bien à l'époque que les effets de la politique monétaire sur la demande de biens et de services ne s'étendaient pas à plus long terme. Compte tenu du court horizon sur lequel portait l'analyse macroéconomique dans les années 1960, il n'est pas étonnant qu'elle ait été axée essentiellement sur la stabilisation de la production et de l'emploi.

En second lieu, on considérait que la politique monétaire, par elle-même, était peu efficace. Les variations marquées des conditions du crédit ou des taux d'intérêt pouvaient, en théorie, avoir une incidence importante sur l'économie, mais elles devaient être évitées en raison de leurs retombées négatives (instabilité des instruments de la politique monétaire, instabilité financière, répercussions sur la balance des paiements, etc.). Les

---

4. Voir notamment Friedman (1956).

5. Ces idées sont également reprises dans des enquêtes similaires menées à l'époque au Royaume-Uni (dans le Rapport Radcliffe) et aux États-Unis (par la Commission on Money and Credit). Toutefois, certaines différences ressortent de l'argumentation exposée dans les trois rapports. Ainsi, Radcliffe était très interventionniste, alors que Porter était le plus fervent défenseur des mécanismes du marché.

modifications pouvant être apportées aux conditions du crédit avaient un effet relativement limité.

En troisième lieu, on pensait que le crédit était le principal canal qu'empruntait l'influence exercée par la politique monétaire sur l'économie. On croyait également que les instruments traditionnels de politique monétaire (opérations d'open market, gestion des réserves bancaires et variations du taux d'escompte) agissaient sur les flux de crédit en modifiant la position en liquidités des institutions financières. Le canal du crédit englobait les effets tant de la disponibilité que du coût du financement. Toutefois, son influence générale était complexe et généralement lente à se manifester, et l'incidence d'un assouplissement du crédit était considérée comme particulièrement faible : « on ne peut pousser sur une ficelle[6] ».

Enfin, on jugeait nécessaire le recours à la persuasion morale ou à des contrôles officiels du crédit lors des situations difficiles de courte durée, comme d'importants déséquilibres de la balance des paiements. La Commission reconnaissait les inconvénients que présentaient de telles mesures : discrimination arbitraire, distorsions économiques et perte d'efficacité à la longue. Toutefois, on considérait généralement à l'époque que les contrôles étaient utiles lorsque des résultats rapides devaient être obtenus.

La relation entre l'inflation et l'activité économique

En 1958, A. W. Phillips publia une analyse de la relation existant entre le taux de chômage et le taux de croissance des salaires au Royaume-Uni, relation qui porte désormais son nom. Des chercheurs américains ne tardèrent pas à lui emboîter le pas et établirent une relation similaire[7]. Au début des années 1960, les spécialistes de la macroéconomie estimaient que la courbe de Phillips illustrait la *relation d'arbitrage* entre l'inflation et le chômage s'offrant aux responsables de la politique monétaire. En acceptant un taux d'inflation plus élevé, il semblait en effet possible d'atteindre un plus haut niveau de production. Un document de travail soumis à la Commission renfermait une étude importante de Grant Reuber sur les implications de la courbe de Phillips pour la formulation de la politique monétaire[8]. La Commission Porter endossa la ligne de pensée de son auteur et soutint qu'il fallait trouver un équilibre entre les objectifs de stabilité des prix et de maximisation de la production, ajoutant que l'un ne pouvait être poursuivi au détriment de l'autre.

---

6. Rapport de la Commission Porter, p. 496
7. Phillips (1958), Samuelson et Solow (1960)
8. Voir Reuber (1962 et 1964).

La Commission était néanmoins consciente que l'inflation peut avoir, à long terme, des conséquences dommageables pour l'économie. « La stabilité des prix, [...] bien que souhaitable en soi, est aussi un objectif important en tant que moyen d'atteindre un but plus élevé [...] la hausse des prix peut affaiblir la croissance économique en sapant à la base le régime des conventions en valeurs nominales sur lesquelles se fonde la conduite efficace des affaires, en engendrant la crainte de s'engager par des contrats d'épargne et de prêts à long terme, et en canalisant les ressources dans des voies improductives et inefficaces [...][9]. »

Dans la même veine, les auteurs du Rapport rejetèrent l'argument voulant qu'une inflation modérée facilite l'ajustement des salaires réels; ils s'appuyaient sur le fait que la productivité augmentant à l'époque au rythme annuel de 2 %, une très grande part de l'ajustement pouvait s'opérer sans que les salaires réels ne reculent. Il valait mieux selon eux se tourner vers des mesures visant à accroître la flexibilité des marchés. Dans le Rapport, l'inflation est en outre décrite « comme une drogue dont il faut accroître sans cesse la dose pour obtenir le même effet : si les autorités laissaient l'économie s'y adonner, tôt ou tard un retour inévitable à la réalité obligerait à subir des replis très douloureux[10]. »

À la lumière de ce qui devait se passer au cours des deux décennies suivantes, il faut avouer que ces remarques de la Commission ne manquaient pas de clairvoyance. Toutefois, ses membres ont eu du mal à concilier leur plaidoyer en faveur de cibles multiples et leurs avertissements frappants au sujet de l'inflation. Cette difficulté tient pour une large part — ce dont nous nous apercevons aujourd'hui — à l'absence d'une vision claire des horizons à considérer. L'approche des cibles multiples pour la politique monétaire se concentrait sur la relation d'arbitrage à court terme existant entre l'inflation et le chômage. Elle ne tenait pas compte du fait que cette relation s'émousse avec le temps, le taux d'inflation attendu finissant par s'ajuster aux modifications du taux observé. L'idée d'inclure l'ajustement des attentes inflationnistes, et de rendre ainsi la courbe de Phillips en longue période verticale, n'a été lancée que vers la fin de la décennie[11]. Les auteurs du Rapport reconnaissaient néanmoins que l'inflation peut à long terme causer des dommages à la capacité de production d'une économie.

Finalement, la Commission n'a pas inclus dans ses recommandations la directive ferme en matière de conduite de la politique monétaire que son plaidoyer inspiré en faveur de la stabilité des prix aurait, semble-t-il

---

9. Rapport de la Commission Porter, p. 456
10. Rapport de la Commission Porter, p. 478
11. Principalement par Milton Friedman (1968) et Edmund Phelps (1967)

rétrospectivement, dû justifier[12]. En dépit de cette ambivalence, elle a tout de même été plus clairvoyante quant aux risques liés à l'inflation que la majorité des économistes de l'époque, pour qui la Banque du Canada consacrait trop d'efforts à la lutte contre l'inflation[13].

La portée de la politique monétaire en régime de changes fixes

Lorsque la Commission Porter a été constituée en octobre 1961, le Canada était doté d'un régime de taux de change flottants, mais, au mois de mai suivant, le gouvernement décidait d'adopter un système de changes fixes. Étant donné le haut degré de substituabilité des actifs entre le Canada et les États-Unis, l'objectif de maintien de la valeur du dollar canadien à 92,5 cents É.-U. a par la suite fortement contraint l'évolution des taux d'intérêt au pays[14].

En ce qui concerne les objectifs à long terme de la politique monétaire, l'application d'un taux de change fixe impliquait, comme nous le savons aujourd'hui, que la politique monétaire menée au Canada serait en grande partie déterminée par celle des États-Unis. Cependant, selon l'opinion qui prédominait alors parmi les économistes, et que l'on retrouve dans le rapport de la Commission Porter, la politique monétaire canadienne allait tout de même être utile à court terme dans la poursuite des objectifs macroéconomiques du pays, à la condition que la valeur à laquelle était fixée la monnaie soit raisonnable et que le gouvernement dispose de réserves de devises suffisantes.

À l'époque, la plupart des économistes qui s'intéressaient de près aux politiques publiques n'établissaient pas de distinction marquée entre les régimes de changes fixes et les régimes de changes flottants, contrairement à ce que nous faisons aujourd'hui. Il y a trois raisons à cela. Tout d'abord, lorsque dans les années 1950 le Canada avait appliqué un régime de changes flottants — il était alors le seul grand pays industriel à avoir tenté cette

---

12. Les mémoires soumis par la Banque du Canada exposaient la même idée (II, paragraphe 59) : « Les banques centrales estiment qu'elles sont tenues, d'une façon toute particulière, de s'assurer qu'en ce qui concerne l'"agencement" des politiques pratiquées par les pouvoirs publics, on accorde toujours une attention suffisante à la stabilité des prix [...] Puisque les banques centrales sont en mesure d'exercer un effet sur la masse monétaire, elles doivent inévitablement se soucier de la valeur de la monnaie. »

13. Ces opinions découlaient en partie de théories sur l'inflation qui faisaient la part belle à des facteurs non monétaires comme, par exemple, l'inflation par les coûts, la puissance des syndicats ou des vendeurs, le déplacement de la demande, la recherche de plus hauts revenus, etc.

14. Le contrôle des changes avait été supprimé au début des années 1950. Le dollar canadien est resté arrimé au dollar américain jusqu'en juin 1970.

expérience dans l'après-guerre —, les fluctuations du cours du dollar, tout comme les variations des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains, avaient été très faibles. En conséquence, il ne semblait pas, dans la pratique, y avoir de grandes différences entre un régime de changes flottants et un régime de changes fixes. Deuxièmement, parce qu'ils se concentraient sur la tenue de la production et de l'emploi, les décideurs publics avaient tendance à négliger l'incompatibilité qu'il pouvait y avoir entre la poursuite d'un objectif en matière d'inflation et l'application de parités fixes. Enfin, la théorie de la politique monétaire dans une économie ouverte n'en était qu'à ses balbutiements[15]. Les contraintes considérables qu'un régime de changes fixes exerce sur la conduite de la politique monétaire — même sur ses orientations à court terme — dans un contexte de forte substituabilité des actifs n'étaient pas pleinement comprises à l'époque.

Dans l'éventualité où l'atteinte des objectifs internes serait compromise par le maintien de la parité établie, la Commission recommandait de faire prévaloir les intérêts nationaux et d'ajuster la parité. Mais elle s'est gardée de rouvrir le débat sur la question du taux de change, qui avait soulevé de vives controverses dans les milieux politiques quelques années auparavant. En 1964, au moment de la publication du Rapport, les autorités canadiennes considéraient que le système de changes fixes convenait au pays et que la parité alors en vigueur se situait dans la bonne fourchette.

Les instruments et le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Tant la Commission Porter que la Banque, dans les mémoires qu'elle a soumis à cette dernière, ont traité de la transmission des mesures de politique monétaire du point de vue de leur incidence sur les « conditions du crédit ». Elles entendaient par là « toute cette gamme d'éléments de la conjoncture qui influent sur les emprunts et les prêts ainsi que sur l'achat et la vente des valeurs financières »[16]. L'expression désignait d'abord et avant tout les taux d'intérêt, mais aussi les critères de solvabilité, les garanties demandées, les périodes de remboursement ainsi que les autres modalités d'octroi du crédit.

---

15. Robert Mundell jetait à ce moment-là les bases du modèle standard qui est utilisé de nos jours pour analyser les politiques monétaires d'économies ouvertes. Voir Mundell (1961, 1962 et 1963).
16. Banque du Canada, Mémoires présentés à la Commission, II, par. 11

En général, alors que la Banque du Canada[17] soulignait l'importance de la disponibilité des fonds, le Rapport Porter était plus enclin à accorder aux taux d'intérêt un rôle de premier plan. Une des raisons pour lesquelles la Banque du Canada insistait autant sur l'offre de crédit à cette époque était que, même sans tenir compte du plafond de 6 % auquel étaient assujettis les taux des prêts bancaires, elle ne croyait pas que l'on puisse modifier sensiblement les taux d'intérêt. De fait, jusque-là les taux d'intérêt n'avaient varié qu'à l'intérieur d'une plage plutôt étroite. Par exemple, le taux préférentiel des banques, un taux clé du mécanisme de transmission de la politique monétaire, n'avait jamais été inférieur à 4,5 %, tandis que le taux maximum fixé par la loi était de 6 % — ce qui représente une fourchette de variation d'une amplitude de 150 points de base. Il n'existait que très peu de latitude pour faire varier le coût des emprunts.

Comme l'ont souligné la Commission et la Banque, un certain nombre de raisons peuvent expliquer pourquoi l'on croyait que des variations de forte amplitude des taux d'intérêt n'étaient pas indiquées : la possibilité d'une instabilité des instruments (causée par de brusques variations des taux d'intérêt), les conséquences potentielles de fluctuations marquées des prix des titres sur la stabilité des institutions financières, une opinion publique défavorable et les contraintes externes imposées par l'application d'un taux de change fixe. Bien que la Commission ait été d'accord avec certaines de ces préoccupations, elle n'en a pas moins affirmé que pareilles considérations ne devaient pas empêcher l'adoption de mesures de politique monétaire vigoureuses.

Le Rapport Porter a toutefois entériné la description qu'avait faite la Banque du Canada de la façon dont la politique monétaire agissait sur le fonctionnement des banques. L'offre de liquidités par la Banque entraînait des modifications des portefeuilles d'avoirs liquides des banques, ce qui pouvait à la longue influencer la propension de ces dernières à consentir des prêts. Toutefois, si l'obtention de résultats rapides était jugée nécessaire, la Banque croyait que l'imposition de limites directes au crédit bancaire était justifiée. Les quelques fois où la persuasion morale avait été employée durant les années 1950 semblaient avoir donné des résultats. Ce genre d'intervention ne recueillait pas la faveur des membres de la Commission, qui étaient d'avis que les contrôles nuisaient à l'efficacité des marchés, qu'ils étaient discriminatoires et qu'ils perdaient de leur efficacité à la longue. La Commission s'inquiétait également de leur lourdeur, notamment du temps qu'il fallait pour que les directives soient suivies dans toutes les

17. Banque du Canada, Mémoires présentés à la Commission, II, par. 13 et 14

succursales bancaires au pays, et des erreurs d'interprétation que pouvait susciter leur suppression éventuelle.

En dépit de tout ce qui a été dit ou fait relativement à l'approche de la politique monétaire fondée sur les conditions du crédit, il semble bien que, dans la pratique, les seuls effets notables de cette approche aient été limités aux quelques brèves périodes où la persuasion a été employée, aux répercussions sur la construction résidentielle des délais avec lesquels le taux hypothécaire administré LNH était modifié ainsi qu'à l'interaction entre ce taux et le plafond de 6 % imposé au taux des prêts bancaires. Les résultats empiriques dont on disposait ne permettaient pas d'établir que les modifications des conditions du crédit influençaient de façon systématique la demande globale. Les tests économétriques dont font état les documents de travail de la Commission ne révélaient aucune incidence sensible de la modification des taux d'intérêt et des autres variables du crédit sur la consommation et les dépenses d'investissement[18]. Cela tiendrait au fait que les mesures de politique monétaire n'avaient jamais été très énergiques.

Les résultats des études ont confirmé la croyance de l'époque voulant que les mesures ordinaires de politique monétaire étaient peu efficaces. C'est l'une des grandes raisons pour lesquelles on insistait alors sur l'application de politiques budgétaire et monétaire savamment dosées, auxquelles se greffait une politique de gestion coordonnée de la dette, et sur le recours, au besoin, à la persuasion morale ou à des contrôles directs du crédit bancaire, ou même à une combinaison des deux.

Le rôle de la gestion de la dette publique

J'ai mentionné que les politiques macroéconomiques préconisées au cours des années 1960 avaient tendance à comprendre, outre les politiques budgétaire et monétaire, une politique de gestion de la dette. De toute évidence, les dirigeants de banque centrale de l'époque considéraient que la gestion de la dette publique faisait partie intégrante de la politique macroéconomique, opinion que n'ont pas réfutée les membres de la Commission Porter. On peut dégager les trois notions sur lesquelles cette opinion s'appuyait.

Premièrement, la politique monétaire est elle-même une sorte d'outil de gestion de la dette, puisque les opérations d'open market permettent d'échanger certains engagements publics (les dépôts à la banque centrale) contre d'autres (des bons du Trésor par exemple). Deuxièmement, les variations de l'offre relative de titres de dette peuvent se répercuter sur la

18. Johnson et Winder (1962) ainsi que Reuber (1962)

liquidité des banques et, partant, sur la propension de ces dernières à octroyer des prêts. Troisièmement, la gestion de la dette peut entraîner directement des modifications de la structure des taux d'intérêt.

Il se peut que ces notions aient semblé plus plausibles à cette époque, alors qu'on observait des signes d'une segmentation des marchés. Mais celle-ci s'est atténuée avec le temps, les prêteurs et les emprunteurs se montrant de plus en plus enclins à ajuster l'échéance de leurs engagements en fonction des écarts entre les taux de l'ensemble de la structure. De plus, dans les années qui ont suivi la publication du Rapport Porter, un nombre croissant de résultats sont venus étayer la théorie selon laquelle la structure des taux d'intérêt était fonction des anticipations. Selon cette théorie, en effet, les taux à long terme correspondent à la valeur moyenne attendue des taux à court terme futurs majorée d'une prime de risque de liquidité. Bien qu'en principe la valeur de cette prime pourrait varier de façon systématique pour refléter les modifications de la composition de la dette, dans les faits de telles variations, si elles existent, sont de trop courte durée pour avoir une quelconque incidence macroéconomique.

Le cadre de conduite de la politique monétaire au Canada dans les années 1990

Les postulats de base

L'opinion des spécialistes concernant le rôle que devraient jouer les banques centrales a changé de façon radicale depuis les années 1960. Le point de vue qui domine à l'heure actuelle peut être résumé par les quatre postulats que voici.

Premièrement, la politique monétaire doit avoir pour objectif principal le maintien de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire la réalisation d'un très bas taux d'inflation sur longue période. Cela ne signifie pas que les autres objectifs économiques sont négligés pour autant, car la stabilité des prix représente la meilleure contribution que la politique monétaire peut faire pour favoriser un niveau élevé de l'emploi et, de manière plus générale, promouvoir la prospérité et la croissance économiques. Deuxièmement, une politique monétaire indépendante, ou, plus précisément, la poursuite par les autorités d'un pays d'une cible d'inflation distincte, n'est possible logiquement qu'en régime de taux de change flottants. Troisièmement, les marchés, et les mécanismes d'établissement des prix, fonctionnent de manière efficiente et constituent par conséquent des courroies efficaces de transmission de la politique monétaire par l'entremise des taux d'intérêt à court terme et du taux de change. Quatrièmement, pour que l'objectif visé

par la politique monétaire puisse être atteint, il faut ajuster dans la mesure qui s'impose les taux d'intérêt à court terme.

Vous connaissez sans doute déjà assez bien la plupart des aspects du cadre actuel de conduite de la politique monétaire. Je vous ferai donc grâce de renseignements plus détaillés à son sujet. Je m'emploierai plutôt à souligner l'ampleur du changement qui s'est opéré, depuis l'époque de la Commission Porter, dans la façon dont les spécialistes perçoivent la politique monétaire, et j'avancerai certaines hypothèses quant aux raisons d'un tel changement.

Les divergences entre les points de vue concernant les objectifs de la politique monétaire

Les divergences les plus frappantes qui existent entre les idées et les méthodes que j'ai exposées pour chacune des deux périodes examinées concernent les objectifs de la politique monétaire. De nos jours, nous estimons que la banque centrale devrait focaliser son attention sur un objectif unique, à savoir la stabilité des prix. Dans les années 1960, ce point de vue aurait été jugé extrême par la plupart des observateurs et considéré comme n'offrant qu'une image partielle du rôle dévolu à la politique monétaire[19].

L'expérience a montré que des taux d'inflation élevés et variables peuvent être très coûteux pour l'économie et que c'est en visant un niveau d'inflation bas et stable que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la réalisation, au fil du temps, des multiples objectifs économiques embrassés par la Commission Porter. L'obtention de résultats souhaitables sur le plan économique ne peut jamais être garantie, mais les chances d'y parvenir sont meilleures lorsque le taux d'inflation est bas et stable. Autrement dit, un bas

---

19. La Banque se penche depuis longtemps sur la question de la maîtrise de l'inflation. Mais, dans le passé, elle n'était pas suffisamment appuyée par la théorie et l'expérience pour en cerner la portée de façon précise et explicite. Trois conférences données par mes prédécesseurs ont constitué des points de repère dans le processus d'évolution du point de vue de la Banque à cet égard. Il s'agit de la conférence prononcée en 1966 par Louis Rasminsky sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, qui portait sur les objectifs et les mécanismes de transmission de la politique monétaire, de la conférence que Gerald Bouey a donnée en 1982, sous l'égide de la même fondation, dans laquelle il faisait ressortir l'importance d'un « point d'ancrage nominal » pour la politique monétaire, et enfin de la conférence Eric Hanson prononcée en 1988 par John Crow, qui a établi que la stabilité des prix devait être l'objectif unique de la politique monétaire au Canada. J'aimerais également attirer votre attention sur le *Rapport annuel* de la Banque du Canada pour 1986, le dernier du mandat de Gerald Bouey, dans lequel celui-ci insistait sur les coûts associés à l'inflation et sur le fait qu'elle est difficile à contenir une fois qu'elle s'est enracinée.

taux d'inflation est un atout indispensable pour l'atteinte des autres objectifs économiques[20].

Prenons, par exemple, l'opinion répandue durant les années 1960 selon laquelle il existe entre l'inflation et le chômage un arbitrage qu'il est possible d'exploiter. Cette opinion, conjuguée à la vision à court terme qui était alors celle des pouvoirs publics, a conduit à l'application de politiques monétaires et budgétaires exagérément expansionnistes dans la plupart des pays industriels. Au Canada, nous nous sommes trouvés aux prises avec des niveaux d'inflation extrêmement élevés et préjudiciables, qui ont atteint des sommets vers le milieu des années 1970 et le début des années 1980, et avec une nouvelle poussée des pressions inflationnistes vers la fin des années 1980. Qui plus est, ces poussées d'inflation se sont accompagnées d'une stagnation de l'activité économique au cours des années 1970 (d'où la création du terme « stagflation »), puis ont été suivies, au début des années 1980 et 1990, de récessions particulièrement profondes.

En fait, l'idée selon laquelle il pourrait y avoir à long terme un arbitrage « exploitable » entre l'inflation et le chômage a été totalement démentie par ces événements. Et les enseignements qu'on a pu en tirer ont été confortés par le succès récolté par l'engagement ferme à l'égard de la stabilité des prix qu'ont pris les banques centrales de l'Allemagne et du Japon à la fin des années 1970.

Les poussées inflationnistes qui ont marqué les années 1970 et le début des années 1980 ont montré à quel point l'inflation peut être coûteuse et difficile à éliminer une fois qu'elle est ancrée dans les attentes. Cette démonstration a constitué un facteur clé dans l'évolution des points de vue concernant la politique monétaire. Elle a également joué un rôle déterminant dans le remplacement de la courbe de Phillips traditionnelle par une courbe de Phillips dotée d'anticipations au sein du cadre d'analyse qui sous-tend la formulation de la politique monétaire.

Il ne s'agit pas là de considérations purement théoriques ou idéologiques. Lorsque nous observons ce qui s'est passé au fil des ans partout dans le monde, force est de constater que les pays qui ont connu une amélioration du niveau de vie et une croissance économique vigoureuse et soutenue ont aussi maintenu de bas taux d'inflation.

---

20. Pour une analyse plus détaillée de la relation qui existe entre la stabilité des prix et les autres objectifs économiques, voir Thiessen (1998, 1999).

Le rôle que joue le taux de change dans la conduite de la politique monétaire

Comme je l'ai déjà expliqué, ni la théorie économique de l'époque ni l'expérience vécue par le Canada au cours des années 1950 n'avaient permis, au moment où a été rédigé le Rapport Porter, de recueillir des preuves concluantes de l'importance que revêt le flottement du taux de change pour la mise en œuvre de la politique monétaire dans une économie ouverte comme la nôtre. Lorsque nous avons décidé de laisser flotter notre monnaie en 1950, puis en 1970, c'était parce que nous avions dû renoncer à la parité fixe à cause des pressions exercées par une hausse des prix des produits de base et des entrées massives de capitaux qui en découlaient. L'idée qu'il puisse être souhaitable de mettre en œuvre une politique monétaire nationale, axée sur une cible d'inflation distincte, n'a été pour rien dans ces décisions.

Un régime de taux de change flottants, nous le voyons maintenant, joue deux rôles importants. D'abord, le flottement de la monnaie permet à long terme à la banque centrale de poursuivre une cible d'inflation nationale, et ce, quel que soit le comportement de l'inflation à l'étranger. En deuxième lieu, les variations du cours de la monnaie permettent au taux de change réel, et par conséquent à l'économie, de mieux s'ajuster aux chocs d'origine externe sur les prix relatifs.

Ce n'est que lorsque l'on a commencé à abolir les contrôles des changes et des capitaux (ou que ceux-ci ont été de plus en plus contournés) durant l'après-guerre et que les marchés financiers d'un certain nombre de pays sont devenus moins réglementés que les économistes sont parvenus à saisir pleinement l'interaction qui existe entre les taux d'intérêt intérieurs et les taux de change. Dans une économie ouverte où les capitaux peuvent circuler librement, les taux d'intérêt réels intérieurs ne peuvent s'écarter temporairement des taux internationaux que lorsque la plupart des gens s'attendent à une appréciation ou à une dépréciation du taux de change réel compte tenu des niveaux atteints par celui-ci.

Qui plus est, nous comprenons beaucoup mieux de nos jours le rôle important que les variations du taux de change réel jouent dans le processus par lequel une économie retrouve un rythme de croissance soutenable après avoir subi un choc. Par exemple, il est bien connu qu'une chute des cours mondiaux des produits de base a pour effet de réduire la valeur d'équilibre réelle du dollar canadien. Lorsque cette réduction résulte d'une dépréciation de la monnaie, le niveau général des prix intérieurs n'a pas à s'éloigner de la trajectoire visée. En revanche, dans un régime de taux de change fixes, les prix intérieurs doivent tomber au-dessous de cette trajectoire, voire

chuter en termes absolus, pour que le taux de change réel descende au niveau requis. Il ne fait aucun doute que l'ajustement du taux de change réel s'opère beaucoup plus aisément lorsque le taux de change nominal peut réagir. Cependant, les avantages que procure un régime de taux de change flottants ne peuvent se réaliser que si les attentes concernant les taux de change nominaux sont fondées sur une politique monétaire axée sur le maintien d'un taux d'inflation bas et stable à moyen terme.

Une confiance accrue dans la solidité et l'efficience des marchés

Il aurait été impensable dans les années 1960 qu'on puisse suggérer que l'influence exercée par la banque centrale sur les taux d'intérêt est suffisante en soi pour permettre à celle-ci de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. À l'époque, on pensait que la plage de variation possible des taux d'intérêt était très étroite et que cela restreignait considérablement le champ de ce que la banque centrale était à même d'accomplir en les modifiant. Par conséquent, le recours à la persuasion morale pour influencer les politiques des banques en matière de crédit et les mesures directes de contrôle étaient perçus comme d'importants outils supplémentaires dont disposaient les banques centrales.

La confiance accrue que nous entretenons à l'égard des forces du marché est l'une des principales raisons qui expliquent le changement d'attitude que l'on peut observer aujourd'hui. Chose certaine, les banques centrales sont plus confiantes qu'elles ne l'étaient dans les années 1960 dans la capacité des marchés financiers d'absorber les modifications des taux d'intérêt. Nous avons également accumulé des preuves convaincantes qui étayent le point de vue selon lequel les mécanismes du marché transmettent efficacement les mesures de politique monétaire.

Dans les années 1960, la Commission Porter devançait la Banque, et l'orthodoxie de l'époque, à cet égard. Elle avait prévu l'avènement d'un système monétaire très semblable, dans ses aspects clés, à celui qui est en place à l'heure actuelle, c'est-à-dire un système fondé sur les forces du marché, souple et souvent appelé à subir de rapides transformations. Dans ses recommandations de réforme, la Commission envisageait un univers dans lequel les banques centrales compteraient de plus en plus sur des variations appropriées des prix du marché financier pour transmettre efficacement leurs mesures de politique monétaire.

Dans le même esprit, le rapport de la Commission soutenait que les institutions financières et les marchés étaient tout à fait capables d'absorber des chocs considérables et recommandait à la banque centrale de faire en sorte que la conduite de la politique monétaire ne soit pas indûment

influencée par un souci exagéré de la stabilité de la valeur des actifs. Les commissaires avaient saisi que l'aversion de la Banque du Canada à l'égard des fortes variations des taux d'intérêt pouvait compromettre sa capacité d'atteindre les objectifs macroéconomiques qu'elle s'était fixés. D'ailleurs, dans l'une des phrases les plus imagées du rapport, les commissaires déclaraient que « les autorités ne doivent pas se retenir d'agir par excès de tendresse »[21].

Il convient toutefois de signaler que la confiance que nous affichons à l'heure actuelle à l'endroit des marchés n'est pas purement une question de principe. Depuis les années 1960, divers changements législatifs et structurels ont rendu le secteur financier encore plus solide et plus souple, ce qui a eu pour effet d'accentuer l'efficience du mécanisme de transmission de la politique monétaire et d'éliminer les craintes qui subsistaient quant à la capacité des marchés de faire face à l'incidence des mesures prises par la banque centrale.

Mot de la fin

Bien que la Commission Porter ait fait preuve d'une perspicacité remarquable à certains égards, il reste que les opinions concernant l'objectif de la politique monétaire et des mécanismes de transmission de celle-ci ont grandement changé depuis les années 1960. Deux principaux facteurs pourraient expliquer ce changement. Premièrement, le simple cours des événements a contribué à révéler certaines des lacunes que comportait la vision que l'on avait alors de la politique macroéconomique. Deuxièmement, le cadre dont disposent les décideurs publics pour analyser les rouages de l'économie et de la politique monétaire n'est plus le même qu'à l'époque. Il ne s'agit certes pas de facteurs indépendants, puisque l'analyse économique évolue forcément en fonction de l'expérience acquise. Dans ce cas-ci, le cadre d'analyse macroéconomique a dû être modifié parce qu'il ne permettait pas d'expliquer de manière satisfaisante les événements survenus dans la seconde moitié des années 1960 et dans les années 1970.

Les bons et les mauvais résultats obtenus ont donc joué un rôle majeur dans le développement des perceptions concernant la politique monétaire. La théorie sur laquelle étaient fondées les opinions de Tony Hampson et de ses collègues avait été élaborée à la suite de la grande crise des années 1930, tandis que la vision des dirigeants de banque centrale de ma génération a été influencée par la période de forte inflation qui s'est produite durant notre carrière. Cette période a remis en évidence le fait indéniable que l'inflation

---

21. Rapport de la Commission Porter, p. 546

est un phénomène d'ordre monétaire, ce que l'on avait temporairement occulté durant les années 1950 et 1960.

Je veux être certain toutefois de ne pas vous donner l'impression que les opinions concernant la politique monétaire ne sont qu'un pur produit des circonstances. Notre conviction à l'égard de l'objectif de la stabilité des prix repose sur des bases beaucoup plus solides que le simple cours des événements. Un large éventail des constats tirés de l'expérience ainsi qu'un grand pan de la théorie économique corroborent depuis longtemps le fait que la stabilité des prix est essentielle à la bonne tenue de l'économie sur le plan de la production, de l'emploi et de la croissance.

• • • • • • • • • • • • • • • • • • • •

J'aimerais conclure en attirant votre attention sur l'aspect qui a probablement le plus changé ces derniers temps dans le milieu des banques centrales. Il s'agit de la conversion des banques centrales, qui s'est surtout opérée dans les années 1990, à une transparence et une responsabilité accrues envers le public à l'égard de la politique monétaire qu'elles mènent et de leurs activités en général. Les membres de la Commission Porter avaient été clairvoyants aussi à ce sujet, mais ils n'avaient pas formulé de recommandation ferme en faveur d'un accroissement de la transparence[22].

L'utilisation depuis 1991 de cibles explicites en matière d'inflation comme objectif de la politique monétaire constitue pour le Canada le principal témoin de cette évolution. Nous sommes maintenant d'avis que nos actions seront probablement plus efficaces et plus crédibles si elles sont mieux comprises et davantage prévisibles. C'est pourquoi nous communiquons au public une foule de renseignements et d'observations sur la politique monétaire au moyen de nos publications régulières, de notre site Internet et de l'information que nous fournissons en réponse à des demandes précises. Nous essayons aussi de donner des renseignements sur les perspectives d'évolution de l'économie et de la politique monétaire dans le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque, dans les allocutions que prononcent les dirigeants de cette dernière ainsi que par l'entremise des nombreux contacts informels qu'entretiennent les membres de ses cinq bureaux régionaux au pays. La Banque diffuse promptement les résultats de ses dernières

---

22. « Le mystère mène au malentendu; or on ne saurait avoir de politique monétaire efficace et acceptable que si l'opinion publique est bien formée. Ainsi que l'a fait remarquer le gouverneur, une grande partie de l'information fournie doit être rétrospective, mais nous croyons qu'il n'est pas nécessaire qu'elle le soit entièrement. » Rapport de la Commission Porter, p. 633.

recherches au moyen des rapports techniques et des documents de travail qu'elle produit et lors des colloques économiques qu'elle tient annuellement. Soit dit en passant, elle est aussi à l'écoute des commentaires et des critiques qui lui sont adressés, car ceux-ci sont essentiels à la réalisation de bonnes recherches.

Le souci d'une plus grande transparence s'est aussi appliqué au processus de mise en œuvre de la politique monétaire. Depuis 1994, la Banque rend publique sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, qui est maintenant liée au taux officiel d'escompte. En outre, depuis 1996, des communiqués de presse expliquant les mesures prises par la Banque accompagnent chaque modification du taux officiel d'escompte[23].

Ce nouvel esprit d'ouverture rompt en grande partie avec le passé. En effet, les banques centrales aimaient traditionnellement entourer de mystère la conduite de la politique monétaire et se réserver la capacité de surprendre les marchés à l'occasion en faisant varier l'offre de réserves pour influencer le taux du financement à un jour.

L'opinion publique a été le moteur de cette évolution vers la transparence. La population est beaucoup plus exigeante que par le passé à l'endroit des institutions publiques sur le plan de la responsabilité. Le nombre de personnes ayant effectué des études supérieures a grandement augmenté depuis 40 ans, de sorte que les gens possèdent de meilleures connaissances dans les domaines financier et économique et sont ainsi plus en mesure de soulever des questions sur les politiques économiques mises en œuvre. La quantité et la qualité de l'information que nous leur transmettons doivent refléter cette situation.

En outre, la période de forte inflation que nous avons connue, et qui a eu une influence durable sur les perceptions relatives à la valeur de la monnaie, a accru l'intérêt porté à la conduite de la politique. Les attentes ne sont plus aussi fermement ancrées qu'elles l'étaient dans les années 1950 et au début des années 1960. On a dû convaincre les gens au cours des dernières années que la stabilité des prix est un objectif crédible. Ceux-ci ne tiennent toujours pas entièrement pour acquis le faible taux d'inflation actuel. Chaque mesure que prend la banque centrale est susceptible d'être examinée de près par les agents économiques, qui voudront vérifier si elle ne signale pas un retour en arrière. Par exemple, la volatilité qui continue de régner sur les marchés obligataires et sur les marchés des changes, et ce, malgré le fait que l'inflation soit faible depuis près d'une décennie, peut être attribuée en partie

---

23. Pour une description détaillée du cheminement vers une plus grande transparence, voir Thiessen (1995).

aux incertitudes qui persistent à l'égard de l'évolution future des prix. À la Banque du Canada, nous sommes d'avis que la meilleure façon d'atténuer ces préoccupations est d'énoncer clairement notre objectif et notre stratégie en matière de politique monétaire, de soumettre nos analyses économiques à un examen externe et de publier toutes les données pertinentes.

Il est possible qu'un futur gouverneur de la Banque du Canada veuille un jour faire un exposé sur la politique monétaire mise en œuvre dans les années 1990. Je crois que ce gouverneur serait particulièrement impressionné par l'influence que les exigences en matière de transparence et de responsabilité envers le public auront exercée durant les années 1990 sur la culture des banques centrales et leur approche en matière de politique monétaire.

Bibliographie

Banque du Canada (1962). *Mémoires présentés par la Banque du Canada à la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Banque du Canada.

——— (1987). *Rapport annuel du Gouverneur au Ministre des Finances et relevé de comptes pour l'année 1986*, Ottawa, Banque du Canada.

Bouey, G. K. (1982). « Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage », conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson à l'Université de Toronto, *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3–17.

Commission on Money and Credit (1961). *Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices and Growth*, Prentice-Hall (New Jersey).

Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Committee on the Working of the Monetary System (1959). *Report*, Londres, Her Majesty's Stationery Office, août.

Crow, J.(1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson à l'Université de l'Alberta, *Revue de la Banque du Canada*, février, p. 3–17.

Friedman, M.(1956). « The Quantity Theory of Money — A Restatement ». *In : Studies in the Quantity Theory of Money*, publié sous la direction de Milton Friedman, Chicago, University of Chicago Press.

——— (1968). « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, mars, p. 1–17.

Johnson, H.G. et J. W. L. Winder (1962). « Lags in the effects of monetary policy in Canada », document de travail préparé dans le cadre de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier.

Mundell, R.A. (1961). « Flexible Exchange Rates and Employment Policy », *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 27, novembre, p. 509–517.

——— (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *IMF Staff Papers*, vol. 9, mars.

——— (1963). « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, novembre, p. 475–485.

Phelps, E. S. (1967). « Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over time », *Economica*, vol. 34, août, p. 254–281.

Phillips, A. W. (1958). « The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957 », *Economica*, vol. 25, novembre, p. 283–299.

Rapport Radcliffe. Voir Committee on the Working of the Monetary System (1959).

Rasminsky, L (1966). *Le rôle actuel de la banque centrale*, conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, Palais Altieri, Rome, Italie, le 9 novembre.

Reuber, G L. (1962). « The objectives of monetary policy », document de travail préparé dans le cadre de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier.

Reuber, G L. (1964). « The Objectives of Canadian Monetary Policy, 1949-61: Empirical "Trade-offs" and the Reaction Function of the Authorities », *The Journal of Political Economy*, vol. 72, avril, p. 109–132.

Samuelson, P.A. et R.M. Solow (1960). « Analytical Aspects of Anti-inflation Policy », *American Economic Review*, vol. 50, mai, p. 177–94.

Thiessen, G.G. (1995). *L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada*, Conférence HERMES-Glendon, Collège Glendon de l'Université York, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41–58.

——— (1998-1999). *Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne*, Conférence Gibson, Université Queen's, *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 89–107.

Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada de 1935 à 2000

Conférence prononcée devant la
Faculté des sciences sociales de
l'Université Western Ontario, London, Ontario,
le 17 octobre 2000

Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada de 1935 à 2000

J'aimerais d'abord remercier la Faculté des sciences sociales de l'Université Western Ontario de m'avoir invité à prononcer cette conférence. Le département de sciences économiques de la Faculté est réputé pour l'intérêt qu'il porte depuis longtemps à l'économie monétaire et pour la lecture qu'il fait de l'histoire de l'économie. J'ai donc jugé opportun de combiner ces deux matières et de vous proposer une réflexion sur les changements considérables qui se sont opérés dans les aspects théoriques et pratiques de la politique monétaire du pays au cours des 65 années d'existence de la Banque du Canada.

Au cours de cette période, la conduite de la politique monétaire a subi une transformation fondamentale au Canada et dans la plupart des autres pays industriels. Bien que la mondialisation et les progrès de la technologie aient joué un grand rôle à cet égard, comme à tant d'autres, ils ne constituent pas à mon sens la principale force motrice de cette transformation. L'interaction de l'expérience et de la théorie économique a été beaucoup plus déterminante. À maintes reprises, des résultats économiques déroutants, et parfois décevants, ont été à l'origine de percées majeures sur le plan de la théorie ainsi que de grandes innovations en matière de politique. Si le processus évolutif déclenché par ces forces n'a pas toujours été sans heurt, il nous a indéniablement permis de mieux comprendre le fonctionnement de l'économie. Nous en avons aussi tiré des leçons importantes en ce qui a trait à la conduite de la politique monétaire.

Et s'il est une chose que les autorités monétaires ont apprise au fil de leurs analyses et de leurs expériences, c'est bien qu'elles ne gagnent rien à suivre des procédures opérationnelles complexes ou une politique monétaire aux objectifs vagues. Les méthodes simples et directes ont en général donné de meilleurs résultats. Pour être efficace, la politique monétaire n'a pas à s'entourer de mystère ou de subtilités alambiquées. Ce dont elle a besoin, c'est d'un objectif clair et d'un instrument simple.

Ma carrière à la banque centrale — qui aura duré un peu plus de 37 ans — s'étend sur plus de la moitié de la période commencée en 1935, que je vais passer en revue aujourd'hui. Je ne compte toutefois pas décrire toutes les étapes qui ont marqué l'évolution de la politique depuis mon arrivée à la Banque, au début des années 1960, et au cours de la période qui a précédé. Je vous propose plutôt une revue sélective de certains événements qui, selon

moi, représentent des points tournants dans l'évolution de la politique monétaire du Canada. Même si la conduite de la politique monétaire s'accompagnera toujours d'une bonne part d'incertitude et d'imprécision, je crois que les mesures qui ont été prises par nous et par d'autres banques centrales pour la simplifier et la rendre plus transparente ont accru son efficacité et amélioré sa contribution au bien-être économique.

Les débuts : la création de la Banque du Canada

La Banque du Canada a été créée durant la Crise, en 1935[1]. Le public avait alors perdu presque toute confiance dans les lois du marché, et en particulier dans le système financier. Les remèdes habituels et les forces stabilisatrices naturelles du système capitaliste semblaient ne plus agir, et le recours possible à des solutions plus radicales gagnait des appuis.

Pourtant, de nombreux observateurs mettaient en doute l'opportunité de créer une banque centrale pour venir à bout des problèmes du Canada. D'autres pays, qui s'étaient dotés bien auparavant d'une telle institution, assistaient à la même débâcle de leur économie et se débattaient dans les même difficultés. Keynes ne devait publier sa *Théorie générale*[2] qu'un an plus tard, mais déjà l'utilité d'une politique monétaire plus énergique se butait à un scepticisme généralisé. Les taux d'intérêt étaient tombés à des creux historiques, et un surcroît de réserves n'allait, croyait-on, que s'ajouter aux liquidités déjà excédentaires de la plupart des banques commerciales. Cependant, la création excessive de crédit juste avant le krach ainsi que les graves problèmes de liquidité qui se posèrent pour beaucoup d'emprunteurs, dès le début de la Crise, étaient généralement considérés comme des causes importantes, voire comme *les* causes, de l'effondrement des marchés. Peut-être une banque centrale saurait-elle, à la lumière des faits passés, réduire la probabilité qu'une situation pareille ne se reproduise dans l'avenir.

Les doutes que l'on entretenait alors quant à la capacité de la politique monétaire de stabiliser la production n'ont pas empêché le législateur de confier un vaste et ambitieux mandat à la Banque du Canada lors de la rédaction de sa loi constitutive. Selon le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada* — seule description qui ait jamais existé des fonctions essentielles de la Banque —, cette dernière a été constituée :

---

1. La *Loi sur la Banque du Canada* a été adoptée en juillet 1934, mais l'institution n'a ouvert ses portes qu'en mars 1935.
2. J. M. Keynes (1949). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot. (L'œuvre originale a été publiée en 1936, à Londres, chez MacMillan.)

> [...] pour régler le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur extérieure de l'étalon monétaire national et pour mitiger, par son influence, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi de la main-d'œuvre, autant que possible dans le cadre de l'action monétaire, et généralement pour favoriser la prospérité économique et financière du Dominion[3].

Apparemment conscient que ces divers objectifs n'étaient pas tous compatibles les uns avec les autres, et qu'ils n'étaient pas atteignables au moyen d'un seul instrument de politique[4], le législateur a sans doute estimé que la Banque allait pouvoir compter sur plus d'un outil. En effet, la persuasion morale, les plafonds de taux d'intérêt et divers autres modes d'intervention directs sur le volume et sur la composition du crédit avaient déjà été amplement utilisés au Canada. Le cloisonnement rigoureux des divers compartiments du secteur financier canadien — banques, fiducies, assurances et valeurs mobilières —, conjugué à la forte concentration qu'on observait alors dans la plupart d'entre eux, a contribué au « succès » de cette approche. De toute façon, selon la nouvelle orthodoxie keynésienne qui devait bientôt s'implanter, la politique budgétaire allait se charger de la plupart des grandes interventions compensatrices liées à la stabilisation de l'économie.

Pour faire en sorte que la nouvelle banque centrale ne soit pas indûment influencée par le gouvernement ou le secteur financier, les créateurs de la Banque du Canada ont fait de cette dernière une société privée dont les parts étaient réparties entre de nombreux détenteurs. Ni les actionnaires ni les cadres supérieurs de la Banque ne pouvaient travailler au sein du secteur financier, et la seule représentation autorisée du gouvernement passait par le sous-ministre des Finances, qui siégerait au Conseil d'administration en tant que membre sans droit de vote. Les exigences imposées à la Banque en matière de rapports et de reddition de comptes se limitaient à la publication d'un rapport annuel et d'états financiers hebdomadaires.

Quoiqu'il était disposé à permettre une plus grande intervention des pouvoirs publics dans la vie économique de la nation, en 1935 le Parlement était conscient de l'importance probable d'une certaine séparation entre les dépenses publiques et la création de la monnaie. Une loi adoptée subséquemment devait réduire cette séparation, en éliminant l'actionnariat privé et en faisant du gouvernement le propriétaire unique de la Banque. Les autres restrictions à la participation du gouvernement aux réunions

---

3. *Loi sur la Banque du Canada* (1934), ch. B-2, préambule.
4. Il convient de noter les mots « autant que possible dans le cadre de l'action monétaire ».

du Conseil et à sa capacité d'influencer la conduite au jour le jour de la politique monétaire ont cependant été maintenues. Ce n'est que bien plus tard qu'on trancha la question de l'autorité qui doit prévaloir en cas de profonde divergence de vues entre le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque du Canada.

Le contexte de la politique monétaire s'est radicalement transformé depuis 1935. Des objectifs diffus, des voies hiérarchiques incertaines, des politiques interventionnistes et une méfiance à l'égard des marchés financiers ont cédé le pas à des cibles d'inflation clairement définies, à un régime de gestion et de reddition de comptes amélioré, à des procédures opérationnelles simples ainsi qu'à une plus grande transparence dans la formulation et la mise en œuvre de la politique. La Banque possède aujourd'hui un seul objectif à long terme — la stabilité des prix — et un seul instrument pour y parvenir — le taux du financement à un jour. Les cibles liées à notre objectif et à notre instrument d'intervention sont annoncées publiquement, et nos actions sont constamment analysées et revues. Le reste de mon exposé portera sur l'histoire de cette profonde mutation.

Comment la Banque est devenue ce qu'elle est

Les changements dont je vais traiter ne sont pas survenus du jour au lendemain, ni d'une façon linéaire. Ils ont résulté d'un processus long et parfois pénible où se sont mêlées l'expérience, l'expérimentation, la recherche fondamentale et les pressions du marché. S'il a pu compter parfois sur l'expérience d'autres pays, le Canada a dû, en d'autres circonstances, trouver sa propre voie. Les défis et les problèmes qui se dressaient sur notre chemin étaient souvent uniques et sans précédent. La proximité des États-Unis, la taille moindre de notre économie et son ouverture nous ont obligés à faire face aux enjeux de la mondialisation bien avant que le terme ne devienne à la mode. Depuis toujours, le Canada est l'archétype de la petite économie ouverte.

Les premières années : de 1935 à 1950

Bien que des erreurs de politique monétaire commises au Canada et ailleurs dans le monde aient pu exacerber, voire provoquer, la Crise des années 1930, la Banque du Canada nouvellement créée disposait de moyens d'action limités. Les marchés financiers étaient peu développés à cette époque, et les instruments de politique monétaire disponibles ne

paraissaient guère efficaces[5]. Comme je l'ai souligné précédemment, les taux d'intérêt avaient atteint des creux historiques, et les banques commerciales, à quelques exceptions près, disposaient d'amples liquidités. Par conséquent, aucune politique résolument anticyclique ne fut sérieusement envisagée. On prit diverses mesures budgétaires avant la Seconde Guerre mondiale, sans toutefois réussir à réduire le chômage de façon appréciable et à ramener la production industrielle à ses niveaux d'avant la Crise.

De 1939 à 1945, la Banque s'est employée principalement à financer l'effort de guerre, ce qui consistait notamment à avancer des fonds au gouvernement et à superviser la vente des obligations de la Victoire. Résolu à ne pas répéter les erreurs économiques de la guerre précédente, le gouvernement s'efforça de financer le gros de ses dépenses au moyen des impôts et de nouvelles émissions obligataires. Aussitôt la guerre terminée, la Banque du Canada eut donc pour responsabilité première de maintenir les taux d'intérêt le plus bas possible afin de faciliter le refinancement de l'imposante dette publique accumulée. En fin de compte, la reconversion des installations de production de guerre et l'intégration des soldats démobilisés dans la population active s'avérèrent plus faciles que beaucoup ne l'avaient craint[6].

À la fin des années 1940 et au début des années 1950, cependant, des pressions inflationnistes apparurent. La Banque et le gouvernement tentèrent de les éliminer en imposant des restrictions temporaires à certaines opérations de financement bancaire, soit au moyen de lois explicites, soit par des conversations privées entre le gouverneur de la Banque du Canada et les présidents des dix banques à charte. Mais ces mesures devaient se révéler insuffisantes dans le contexte de la montée des cours mondiaux des produits de base, de l'effervescence de l'économie américaine, de l'afflux massif d'investissements étrangers et de l'accroissement des dépenses militaires liées à la guerre de Corée. Tous ces facteurs exercèrent une pression à la hausse sur le cours du dollar canadien, rendant difficile la maîtrise de l'expansion monétaire. Un peu contre son gré, le gouvernement fut forcé de réagir par une mesure plus énergique, tout à fait révolutionnaire à l'époque.

---

5. Bien que le Canada ait délaissé l'étalon-or et qu'il aurait pu dévaluer sa monnaie afin de stimuler l'économie, sa dette extérieure était élevée et on accordait une grande priorité à maintenir la stabilité du taux de change.

6. G. S. Watts (1993). *La Banque du Canada : Origine et premières années*, sous la direction de Thomas K. Rymes, Ottawa, Carleton University Press.

Le 30 septembre 1950, le ministre des Finances, Douglas Abbott, faisait l'annonce suivante :

> Par un décret en conseil adopté en vertu de la *Loi sur le contrôle des changes*, le gouvernement a annulé aujourd'hui les taux officiels de change en vigueur depuis le 19 septembre de l'an dernier, et qui étaient établis de manière à accorder, au Canada, une prime de 10 % au dollar É.-U. Il a été décidé de ne pas établir pour le moment une nouvelle parité fixe quelconque pour le dollar canadien ni de prescrire de nouveaux taux de change fixes. Les taux de change seront plutôt déterminés par les conditions de l'offre et de la demande de devises étrangères au Canada (traduction).

Avec cette annonce, le Canada abandonnait le régime de taux de change fixes de Bretton Woods, instauré à la fin de la Seconde Guerre mondiale, et permettait à sa monnaie de flotter librement sur les marchés internationaux. L'appréciation qui devait s'ensuivre allait, espérait-on, freiner l'entrée de capitaux, juguler les pressions inflationnistes qui s'exerçaient sur l'économie et éliminer le besoin de trouver une valeur plus soutenable pour le dollar. Le régime de taux de change flottants n'était censé demeurer en place que jusqu'au moment où les marchés se seraient apaisés et que la valeur du dollar pourrait être établie à un niveau plus raisonnable. Au bout du compte, l'expérience s'échelonna sur presque douze ans et acquit une importance que personne n'aurait soupçonnée.

Seul grand pays au monde à appliquer un régime de taux de change flottants durant les années 1950 et au début des années 1960, le Canada faisait un peu figure de renégat dans les cercles internationaux. À la fin de 1951, il avait aussi supprimé toutes les restrictions qui s'appliquaient encore aux opérations sur devises, et la plupart de celles, sinon toutes celles, qui visaient les entrées de capitaux. Les marchés financiers du Canada étaient désormais complètement ouverts et exposés aux chocs externes. L'expérience du Canada, au cours de cette période, allait servir non seulement de modèle à d'autres pays industriels après l'effondrement du système de Bretton Woods, mais aussi de catalyseur d'une percée radicale dans la théorie de la finance internationale.

Peu d'étudiants en histoire de l'économie canadienne savent que Milton Friedman a joué un rôle dans la décision du Canada de laisser flotter sa monnaie. En 1948, Friedman, alors jeune professeur agrégé à l'Université de Chicago, a participé à un débat radiophonique en compagnie de Donald Gordon, sous-gouverneur à la Banque du Canada, et de William Mackintosh, professeur à l'Université Queen's et conseiller auprès

du ministère des Finances[7]. L'un des sujets abordés avait été la pertinence pour le Canada d'adopter un régime de taux de change flottants. Comme la plupart des administrations publiques de l'époque, la Banque du Canada et le ministère des Finances étaient résolument en faveur d'un régime de taux de change fixes. Mais Friedman, comme vous vous en doutez, défendit avec ferveur les avantages d'un taux de change flottant. En fait, la plupart des arguments qu'il fit valoir devaient plus tard se retrouver dans un essai qui fit autorité en la matière et qu'il intitula « The Case for Flexible Exchange Rates »[8]. Bien que le débat n'eut aucun effet perceptible sur la politique menée les deux années suivantes, les idées de Friedman semblent bien avoir fait leur chemin à Ottawa. À partir de 1948, des notes secrètes sur la faisabilité et le bien-fondé de sa proposition ont commencé à circuler à la Banque[9].

La politique monétaire sous le régime de taux flottants : de 1950 à 1962

En 1954, Graham Towers, premier gouverneur de la Banque du Canada, prit sa retraite après plus de 20 ans de service. Il fut remplacé par James Coyne, l'un des auteurs des notes secrètes. Comme beaucoup de Canadiens à l'époque, le gouverneur se préoccupait de plus en plus de la question de la propriété étrangère au Canada et souhaitait ardemment augmenter le taux d'épargne national de manière à réduire la dépendance du pays à l'égard des capitaux étrangers. Une autre de ses préoccupations, moins largement répandue, avait trait au taux d'inflation intérieur. Les prix à la consommation avaient fortement augmenté au Canada durant la guerre de Corée, et les pressions inflationnistes avaient persisté un certain temps après le dénouement du conflit. Malgré un fléchissement de la dépense intérieure en 1954, la reprise qui suivit poussa l'inflation bien au-dessus du niveau que la Banque associait implicitement à la stabilité des prix. Coyne était convaincu qu'un resserrement de la politique monétaire représentait la solution au double problème de la faiblesse de l'épargne et du niveau élevé de l'inflation. La majoration des taux d'intérêt allait permettre de réduire la

---

7. M. Friedman, D. Gordon et W. A. Mackintosh (1948). « Canada and the Problems of World Trade », transcription d'un débat radiophonique, *University of Chicago Roundtable*, diffusé en collaboration avec la National Broadcasting Company, 18 avril, Chicago, Université de Chicago.

8. M. Friedman (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates », *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, p. 157-203.

9. À titre d'exemple : « A Method of Combining a Free Exchange Rate With the Present System of Exchange Control in Canada », mémoire, 31 janvier 1949, archives de la Banque du Canada.

demande intérieure, tout en favorisant une augmentation de l'épargne nationale.

Grâce aux encouragements actifs de la Banque du Canada, un marché monétaire avait commencé à se développer au pays, mais il restait à l'état embryonnaire. De toute façon, on continuait de croire que les mécanismes habituels de politique monétaire — même les mesures de resserrement – n'allaient sans doute pas servir à grand-chose[10]. Aussi, à l'instar de son prédécesseur, Coyne décida-t-il d'ajouter une bonne dose de persuasion morale aux compressions de l'offre de liquidités bancaires.

La Banque s'en tint à cette politique monétaire restrictive pendant presque toute la dernière partie des années 1950 et au début des années 1960. La montée du chômage et l'affaiblissement de l'activité économique firent tomber l'inflation à moins de 1 % au printemps de 1961. Les relations entre la Banque et le ministre des Finances s'étaient nettement détériorées, et de nombreux ministres avaient exigé un changement de cap de la politique. Cependant, les partisans du remplacement de James Coyne par un gouverneur plus sympathique à leurs vues se butèrent à l'ambiguïté de la loi concernant les pouvoirs du gouvernement par rapport à ceux de la Banque. Se mêlant au débat, le milieu universitaire fit circuler un pamphlet intitulé « The Economists versus the Bank of Canada »[11]. A.W. Phillips venait de publier les résultats de ses fameux travaux sur le chômage et la croissance des salaires nominaux au Royaume-Uni, qui établissaient l'existence d'une relation entre une montée de l'inflation (des salaires) et une réduction des taux de chômage[12]. Comme de raison, les travaux de Phillips trouvèrent un auditoire réceptif au Canada, et les chercheurs mirent peu de temps à tirer des conclusions semblables à partir des données nord-américaines.

La presse populaire d'alors se montrait généralement critique à l'égard des politiques de la Banque. Elle défendait l'opinion, largement répandue,

---

10. Les doutes au sujet de l'efficacité de la politique monétaire tenaient généralement à la difficulté présumée de stimuler l'économie; c'était un peu comme lâcher la bride à un cheval qui ne veut pas avancer. On tenait également pour inefficace un resserrement de la politique durant cette période, puisque de fortes majorations des taux d'intérêt étaient considérées comme des mesures « inacceptables » et probablement déstabilisantes. Voir le témoignage de la Banque du Canada devant la Commission Porter. Commission Porter (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

11. Trente économistes canadiens en vue adressèrent également une lettre au ministre des Finances pour exiger la démission du gouverneur Coyne. Voir H. Scott Gordon (1961). *The Economists versus the Bank of Canada*, Toronto, The Ryerson Press, p. v - vi.

12. A.W. Phillips (1958). « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861 - 1957 » *In : Economica*, v. 25, nº 100, novembre, p. 283-299.

qu'une légère hausse de l'inflation n'était pas si mauvaise en soi, tant qu'elle permettait une amélioration de l'emploi et une croissance plus rapide de la production. Mais James Coyne en doutait toujours. Bien que ses arguments ne s'appuyaient sur aucun modèle théorique, ni sur les résultats d'une régression savante, son intuition semblait lui dire que toute tentative de redresser l'économie au moyen d'une cible d'inflation supérieure était malavisée et ne pouvait qu'engendrer des difficultés :

> Certains nous présentent parfois cette fausse alternative, qui consiste à choisir entre le plein emploi accompagné d'inflation, ou la stabilité des prix assortie d'un taux de chômage élevé. Ils prétendent que la nation doit choisir entre le chômage et l'inflation. Aucune personne occupant un poste de responsabilité ne saurait souscrire à une telle doctrine, car elle est erronée. Le plein emploi et la stabilité des prix ne sont pas seulement des notions compatibles; ils sont indissociables à long terme[13].

Les travaux innovateurs de Milton Friedman et d'Edmund Phelps à propos de la courbe de Phillips verticale ne devaient être publiés qu'en 1968, mais, déjà, Coyne en anticipait les résultats dans nombre de ses discours[14,15]. Il était convaincu qu'il n'y avait pas de relation d'arbitrage à long terme entre le chômage et l'inflation, sauf, peut-être, en ce sens qu'une baisse de l'inflation pouvait effectivement donner lieu à une augmentation de la production et de l'emploi. L'expérience ainsi que la nouvelle théorie des anticipations rationnelles, qui devait apparaître dix ans plus tard, ont confirmé ses conclusions et montré que tout résultat positif sur l'emploi d'un taux d'inflation plus élevé n'était vraisemblablement que de courte durée.

Toutefois, comme beaucoup d'autres analystes de l'intérieur et de l'extérieur de la Banque, Coyne semble avoir fait fausse route sur un point très important. Ceux qui avaient mis en doute l'utilité de la politique monétaire, les années auparavant, ne s'étaient pas rendu compte qu'elle pourrait s'avérer beaucoup plus efficace que la politique budgétaire sous un régime de taux de change flottants, surtout lorsqu'il existe une grande mobilité des capitaux. Les importants mouvements de capitaux déclenchés par une variation des taux d'intérêt exercent des pressions considérables sur le taux de change, amplifiant les effets de la politique monétaire et réduisant

---

13. J. E. Coyne (1961). Allocution prononcée lors du congrès annuel de la Business Paper Editors Association, Ottawa, Ontario, 18 janvier.

14. M. Friedman (1968). « The Role of Monetary Policy » *In* : *American Economic Review*, nº 58, mars, p. 1-17.

15. E. Phelps (1968). « Money-Wage Dynamics and Labour Market Equilibrium ». *In* : *Journal of Political Economy*, nº 76, juillet-août, p. 678-711.

d'autant ceux d'une politique budgétaire œuvrant en sens inverse. Coyne ne se rendait pas compte que, pour des raisons semblables, une politique monétaire plus restrictive avait peu de chances d'accroître l'épargne nationale ou de freiner l'afflux d'investissements étrangers. Avec la publication de son article sur le recours aux politiques monétaire et budgétaire aux fins de la stabilité interne et externe, Robert Mundell a été le premier économiste à expliquer ce renversement apparent de la théorie keynésienne[16]. Mundell publia son article en 1962, un an après que Coyne eut rendu sa démission devant les critiques croissantes dont il était l'objet et les manœuvres visant à le destituer.

Ce n'est pas par hasard que Mundell effectua des recherches sur ce sujet à cette époque. Il affirme[17] que ses travaux sur l'efficacité de la politique monétaire sous un régime de taux de change fixes, plutôt que flexibles, lui avaient été inspirés par une conversation entendue par hasard à l'époque où il travaillait au Fonds monétaire international. Wynne Plumptre, directeur exécutif du Canada auprès du FMI, conversait avec un collègue, dans l'ascenseur, d'un problème qui tenaillait les autorités canadiennes. La Banque du Canada pratiquait une politique monétaire restrictive, apparemment dans le but de réduire la dépense intérieure, d'accroître l'épargne et de restreindre l'entrée de capitaux au Canada. L'activité économique avait ralenti, mais très peu de progrès avaient été enregistrés au chapitre de la balance commerciale et des investissements étrangers, du fait de la force du dollar canadien et des taux d'intérêt élevés. Les mesures de relance budgétaire que le ministère des Finances avait prises, afin de faire échec aux effets négatifs de la politique monétaire de la Banque et de rétablir le plein emploi, avaient jusque-là échoué. Et les analystes du gouvernement étaient bien en peine d'expliquer pourquoi.

Le reste, comme on dit, relève de la petite histoire. Mundell avait déjà rédigé des travaux sur les mouvements de capitaux internationaux dans le cadre de sa thèse de doctorat, et cette rencontre fortuite sembla être pour lui une véritable révélation. Soudainement, beaucoup des idées sur lesquelles il travaillait prenaient la forme d'un modèle cohérent du fonctionnement de l'économie mondiale en présence de capitaux mobiles.

---

16. R. A. Mundell (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *Staff Papers* nº 9, Fonds monétaire international, mars, p. 70-76.
17. Déclaration faite lors d'un entretien avec J. Murray, Banque du Canada.

Les courbes de Phillips à pente négative et la ruée vers la croissance : de 1962 à 1970

La controverse entourant le départ de James Coyne en 1961, conjuguée aux inquiétudes exprimées publiquement par le gouvernement selon lesquelles la valeur du dollar était trop élevée de sorte qu'un programme nationaliste était nécessaire pour réduire les investissements étrangers, exerça des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Celui-ci chuta, passant d'un peu plus que la parité avec le dollar É.-U. à environ 95 cents (É.-U.) en l'espace de quelques mois. Les interventions énergiques menées sur le marché des changes pour mettre un frein à ce recul furent infructueuses. Le 2 mai 1962, le gouvernement décida de retourner au système de Bretton Woods et de fixer la valeur du dollar canadien à 92,5 cents (É.-U.). Malheureusement, les universitaires et les décideurs publics mirent un certain temps à saisir toutes les implications des travaux de Mundell. En effet, rien, à ma connaissance, dans les documents officiels rédigés au cours des années qui suivirent ne permet de savoir si la Banque ou le ministère des Finances se rendaient pleinement compte qu'en retournant à un régime de changes fixes, le gouvernement neutralisait l'influence distincte qu'aurait pu avoir la politique monétaire sur la macroéconomie.

Comme le Canada menait une politique budgétaire fortement expansionniste et que la politique monétaire était désormais soumise aux contraintes de changes fixes, la Banque du Canada ne disposait d'aucun moyen de résister aux pressions inflationnistes qui se sont graduellement accumulées au cours de la seconde moitié des années 1960. Les dépenses publiques au pays s'accroissaient à un rythme de plus en plus rapide en raison des nouveaux systèmes de soins de santé et d'assurance-chômage qui venaient d'être mis en place. Des pressions similaires commençaient à voir le jour aux États-Unis, en réaction à la guerre du Vietnam et au programme de *Great Society* mis en œuvre par le président Johnson. Sous un régime de taux de change fixe, il était inévitable que ces pressions se propagent au Canada.

Cependant, à l'extérieur du milieu des banques centrales, on exprima peu d'inquiétudes au sujet de l'inflation. Phillips et ses disciples avaient montré en quoi une légère inflation pouvait être bénéfique, et les autorités monétaires furent invitées à faire preuve d'indulgence. Le Conseil économique du Canada prônait l'idée qu'une « stabilité raisonnable des prix » devait constituer un objectif privilégié de la politique, et reproduisit consciencieusement des « zones d'arbitrage entre l'inflation et le chômage » dans un grand nombre de ses publications[18].

---

18. À titre d'exemple : Conseil économique du Canada (1966). « Les prix, la productivité et l'emploi ». *In* : *Troisième exposé annuel*, Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Un autre événement digne de mention à la même époque a trait à la clarification des rôles et des responsabilités du gouvernement et de la Banque du Canada en matière de politique monétaire. Louis Rasminsky, qui avait succédé à James Coyne au poste de gouverneur en mai 1961, avait posé comme condition à sa nomination que les pouvoirs du gouvernement en ce qui concerne la politique monétaire soient clairement définis[19]. La *Loi sur la Banque du Canada* fut modifiée en 1967 afin de permettre au gouvernement de donner des instructions à la Banque dans l'éventualité d'un désaccord grave à propos de la conduite de la politique monétaire. En vertu de cette modification, le gouvernement obtenait le droit d'annuler les décisions de politique prises par la Banque. La *Loi* de 1967 précise toutefois que, pour ce faire, le ministre des Finances doit faire connaître publiquement les raisons du différend, en indiquant à la fois les nouvelles mesures que la Banque est censée prendre et la période durant laquelle ces mesures doivent s'appliquer. De façon générale, on s'entendait pour dire, je crois, qu'une telle « arme nucléaire » ne servirait que dans le cas d'une profonde divergence d'opinions entre le gouverneur et le ministre et, qu'après son utilisation, le gouverneur remettrait sa démission. Ainsi, le droit du gouvernement élu démocratiquement de définir la politique monétaire faisait contrepoids au besoin d'autonomie opérationnelle de la Banque. Si les gouvernements doivent toujours avoir le dernier mot dans les grandes questions de politique, il n'en demeure pas moins que la Banque doit être protégée contre les influences politiques indues dans son fonctionnement quotidien. Mais il manquait un élément essentiel à cette solution, à savoir une mesure claire permettant au gouvernement et au public de juger des résultats de la Banque.

Les années de stagflation et le monétarisme : de 1971 à 1981

Le début des années 1970 rappelle en grande partie les années 1950. Les capitaux étrangers affluaient au pays à un rythme sans précédent, et la Banque du Canada éprouvait de la difficulté à résister aux pressions à la hausse s'exerçant sur le dollar canadien. Plutôt que de deviner où se situait le nouveau taux de change d'équilibre, le gouvernement décida encore une fois de laisser flotter le cours de la monnaie. Tout comme dans les années 1950, on estimait qu'il s'agissait là d'une mesure temporaire. Moins de trois ans plus tard, toutefois, le système de Bretton Woods s'était entièrement écroulé. Bien que la décision du Canada n'ait aucunement provoqué les événements qui suivirent, les résultats positifs obtenus grâce au système de taux de change flottants durant les années 1950 et au début des

19. B. Muirhead (1999). « Into the Breach ». *In* : *Against the Odds: The Public Life and Times of Louis Rasminsky*, Toronto, University Press, p. 167-182.

années 1970 fournissaient aux autres pays une certaine assurance que le nouveau régime était viable.

Le Canada était désormais en mesure de poursuivre une politique monétaire indépendante. Toutefois, étant donné l'intensification des pressions inflationnistes à l'échelle mondiale, les efforts de la Banque pour contenir l'inflation au Canada se révélèrent insuffisants. Des points de vue dépassés au sujet de la courbe de Phillips, des estimations trop ambitieuses du taux de chômage naturel ainsi que la crainte de laisser le dollar canadien s'apprécier bien au delà de 1 dollar É.-U. contribuèrent au problème. La Banque du Canada n'était pas seule dans cette situation, et ses résultats ne se démarquèrent pas sensiblement de ceux de la plupart des autres banques centrales. La pensée économique était très uniforme au sein des principaux pays industriels, et l'orthodoxie de l'époque émanait, pour l'essentiel, des États-Unis.

Bien que fournissant en fait au reste du monde un exemple du fonctionnement d'une économie ouverte dans un contexte de mobilité quasi parfaite des capitaux, l'expérience du Canada passa largement inaperçue. Les modèles d'économie fermée continuaient de dominer la plupart des débats sur les politiques nationales. Même si les résultats obtenus par Mundell se répandaient lentement dans les milieux universitaires, ils n'avaient pas encore atteint les rangs des praticiens. Peu d'attention était accordée aux effets potentiels de la libéralisation des marchés et des divers mécanismes de change sur l'efficacité de la politique.

Entre-temps, la demande excédentaire généralisée à l'échelle mondiale combinée au cartel du pétrole créé par l'OPEP avait poussé l'inflation et le chômage à des sommets inégalés depuis la fin de la dernière guerre. Les décideurs publics, au Canada et ailleurs, avaient de la difficulté à faire face à cette stagflation et furent d'abord déroutés par ce double phénomène de hausse de l'inflation et de taux de chômage élevés. On fit toutefois rapidement trois constats. Premièrement, une hausse de l'inflation ne s'accompagnait pas toujours d'une augmentation de la production et de l'emploi. Non seulement la courbe de Phillips était-elle verticale à long terme, mais elle avait probablement aussi une pente ascendante. Deuxièmement, les efforts visant à régler avec précision l'économie réelle étaient vraisemblablement voués à l'échec. L'optimisme entourant notre capacité de produire de bonnes prévisions et de déterminer le niveau de plein emploi avait imprimé un biais fortement inflationniste aux politiques budgétaire et monétaire appliquées. Troisièmement, la masse monétaire jouait un grand rôle et représentait la source ultime de toute inflation soutenue. Les dépenses publiques excessives et les autres chocs

entraînant une hausse de la demande ne pouvaient donner lieu à une inflation persistante que si la politique monétaire était prête à la valider.

Pour éviter que de semblables problèmes ne surgissent dans l'avenir, de nombreuses banques centrales commencèrent à cibler les agrégats monétaires. Si, comme le laissait entendre Friedman, l'inflation était toujours et partout un phénomène monétaire, une décélération graduelle du taux d'expansion de la masse monétaire devrait finir par l'évacuer du système. Après quoi, le rythme d'expansion de la monnaie pourrait être fixé à un niveau tout juste suffisant pour répondre aux besoins légitimes de l'économie, ce qui assurerait la stabilité des prix à long terme. Certains monétaristes soutenaient que, si les nouvelles cibles monétaires étaient annoncées publiquement et étaient parfaitement crédibles, il serait même possible de réaliser cette désinflation sans perte appréciable sur le plan de la production. Si cela se révélait impossible, il faudrait alors accepter une certaine détérioration de la tenue de l'économie. Une approche gradualiste, cependant, réduirait cette détérioration au minimum. Si les cibles monétaires fixes ne permettaient pas nécessairement de gagner sur tous les tableaux, on les considérait néanmoins comme la solution de rechange la plus sûre au pis-aller. Non seulement s'était-il avéré impossible de prévoir l'avenir et d'ajuster les poli-tiques budgétaire et monétaire de manière optimale, mais tenter de le faire comportait aussi des effets potentiellement déstabilisants.

Le Canada adopta une cible pour la croissance de l'agrégat monétaire au sens étroit, M1, à l'automne de 1975, soit peu de temps après les États-Unis et l'Allemagne. Pendant un certain temps, cette stratégie sembla porter ses fruits. L'inflation commença à se ralentir, et l'économie, à se remettre de la récession de 1974-1975. Même si l'on pouvait attribuer en partie ces premiers résultats positifs au contrôle des salaires et des prix que le gouvernement avait mis en place vers la fin de 1975, les partisans du monétarisme étaient d'avis que le Canada serait bientôt sur la voie de la stabilité des prix.

L'optimisme initial quant à l'efficacité des cibles monétaires fit rapidement place à la frustration lorsque le taux d'inflation se remit à grimper à la fin des années 1970. Un deuxième choc pétrolier et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes aggravèrent les pressions inflationnistes déjà existantes. Au début des années 1980, l'inflation avait redépassé les 10 %, et les anticipations inflationnistes recommençaient à s'intensifier. Les recherches effectuées à la Banque révélèrent que l'une des raisons qui expliquaient le faible lien observé entre les mouvements de M1 et l'évolution subséquente des prix tenait à la forte élasticité aux taux d'intérêt de la demande de cet agrégat monétaire au sens étroit. Les modestes

changements qui devaient être apportés à court terme aux taux d'intérêt en vue de maintenir M1 à l'intérieur de sa fourchette cible étaient insuffisants pour produire un effet prononcé sur la production ou les prix[20].

Un autre problème lié à l'utilisation de M1, plus grave encore, avait trait aux répercussions incertaines des innovations financières. Les progrès de la technologie avaient permis aux institutions financières d'offrir un certain nombre de nouveaux produits conçus pour aider les déposants à se protéger contre l'inflation élevée en leur proposant de transférer leurs soldes inactifs dans des comptes de dépôt à intérêt quotidien. Cela a eu pour conséquence d'affaiblir le lien entre M1 et les autres variables macroéconomiques qui en influencent normalement le comportement et de rendre difficile pour la Banque l'interprétation des mouvements de cet agrégat.

À la recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal : de 1982 à 1990

En 1982, après avoir subi plusieurs déceptions, la Banque du Canada dut admettre à contrecœur que l'expérience monétariste avait échoué et qu'elle ne ciblerait plus M1. On continuerait de suivre de près les mouvements des agrégats monétaires pour en tirer des renseignements utiles sur l'évolution économique future, mais aucun agrégat ne semblait suffisamment fiable pour servir de cible intermédiaire. Les autres pays industriels qui avaient adopté des cibles monétaires éprouvaient des difficultés similaires et ils furent, un à un, forcés de suivre l'exemple du Canada. Gerald Bouey, qui avait succédé à Louis Rasminsky à titre de gouverneur de la Banque du Canada en 1973, résuma la situation probablement mieux que quiconque en affirmant que « nous n'avons pas abandonné M1, c'est M1 qui nous a abandonnés[21]. »

La recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal avait débuté bien avant que la Banque n'annonce sa décision de ne plus cibler M1, mais avait produit peu de résultats concluants. D'autres définitions de la monnaie furent mises à l'essai, mais s'avérèrent tout aussi instables. Pendant un certain temps, la Banque eut recours au revenu nominal pour la guider dans ses prévisions internes, mais elle jugea là aussi que ce dernier ne convenait pas non plus

---

20. G. G. Thiessen (1983). « L'utilisation des cibles monétaires au Canada ». *In* : *Central Bank Views on Monetary Targeting*, actes d'une conférence tenue à la Banque de réserve fédérale de New York, mai 1982, New York, Banque de réserve fédérale de New York, p. 100-104.

21. Canada (1983). Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques, de la Chambre des communes. *Procès-verbaux et témoignages*, nº 134, 28 mars, p. 12.

comme cible intermédiaire. Même si le revenu nominal comprenait les deux variables les plus chères aux macroéconomistes — la production et les prix —, des évaluations précises de l'état de l'économie réelle étaient tout de même nécessaires pour qu'il soit d'une utilité véritable. En outre, il aurait été difficile d'expliquer au public ce qu'est au juste une cible axée sur le revenu nominal. L'inflation et l'expansion monétaire étaient considérées de façon générale comme les objectifs légitimes de la banque centrale, mais des efforts visant à contrôler le niveau des dépenses et des revenus auraient pu être perçus comme une forme d'empiètement et même comme une tentative suspecte de contrôler le niveau de l'emploi.

Même si la conduite de la politique monétaire en l'absence d'un objectif clair posait certains problèmes, la démarche éclectique que la Banque fut forcée d'adopter après l'abandon de M1 produisit tout de même des résultats. Les mesures de politique monétaire énergiques mises en application par le Canada au début de 1981, à la suite d'une intervention similaire aux États-Unis, firent rapidement baisser l'inflation. Et, peu de temps après, la production et l'emploi se mirent également à se redresser. L'inflation oscilla entre 3 et 5 % durant la majeure partie des années 1980. Bien que beaucoup considèrent que, dans l'ensemble, cette décennie constitua une période de prospérité et d'optimisme grandissant, l'enrichissement apparent observé à l'époque reposait en grande partie sur des activités spéculatives axées en particulier sur l'immobilier. Les politiques budgétaires expansionnistes et l'augmentation des cours mondiaux des produits de base engendrèrent une fois encore d'intenses pressions inflationnistes, auxquelles la politique monétaire tenta de résister. Cependant, ces pressions étaient en grande partie dissimulées par la forte appréciation du taux de change.

N'ayant pas de cible explicite, la Banque avait de la difficulté à expliquer ses interventions de politique monétaire. De plus, on ne disposait d'aucun moyen évident d'évaluer les résultats qu'elle obtenait. Il était bien sûr possible d'utiliser comme mesure de son rendement des critères qualitatifs approximatifs tels que la vigueur de la croissance, la hausse de l'emploi et l'absence d'inflation élevée, mais la politique monétaire avait besoin d'amarres plus solides. Elle était censée fournir un point d'ancrage nominal à l'économie, mais en semblait elle-même dépourvue, de sorte que la Banque était sans guide pour orienter ses décisions de politique et rendre compte de ses actes. Comme Gerald Bouey l'expliquait en 1982 :

> Les dirigeants des banques centrales sont constamment à la recherche de guides plus fiables dans la conduite de la politique monétaire que ceux dont ils disposent. Cette attitude s'explique en partie par le désir de ces banquiers de trouver un point d'ancrage, une position où ils pourraient mieux résister aux pressions constantes que de nombreux secteurs exercent continuellement en faveur d'une politique monétaire plus expansionniste et d'une baisse des taux d'intérêt, sans faire grand cas de la conjoncture économique[22].

Aujourd'hui, l'adoption de cibles explicites en matière d'inflation peut sembler une solution évidente, mais à l'époque l'idée que la stabilité des prix doive constituer l'objectif premier de la politique monétaire n'était pas encore largement admise. Graham Towers, James Coyne, Louis Rasminsky et Gerald Bouey avaient exalté les vertus de la stabilité des prix et estimaient qu'elle représentait l'un des objectifs les plus importants de la Banque. Celle-ci n'avait toutefois jamais été définie, et le degré d'engagement de la Banque envers sa réalisation n'était pas toujours clair. La principale préoccupation des années 1970 et du début des années 1980 était de « réduire l'inflation ». On se poserait la question de savoir jusqu'à quel point il fallait la réduire plus tard, c'est-à-dire une fois que l'on serait à portée de ce nirvana économique.

Les problèmes suscités par l'absence d'un objectif clairement défini et crédible ou d'un point de mire en matière de politique monétaire étaient surtout manifestes sur les marchés financiers. Les modifications apportées aux taux d'intérêt aux États-Unis ou d'autres chocs extérieurs entraînaient souvent des fluctuations démesurées des taux d'intérêt canadiens et du taux de change et rendaient difficile pour la Banque la tâche de contrôler les conditions monétaires au pays. Un relèvement soudain des taux américains, par exemple, avait pour effet d'exercer de fortes pressions à la baisse sur le dollar canadien, ce qui entraînait une augmentation des prix des importations et faisait craindre pour l'évolution future de l'inflation. Comme les attentes d'inflation n'étaient pas solidement ancrées, les prix dans les autres secteurs de l'économie finissaient également par subir des pressions à la hausse, jetant ainsi les bases d'une spirale inflationniste potentielle. Les investisseurs, inquiets de la valeur future de leur argent, se mettaient à exiger une majoration marquée des taux d'intérêt. Résultat : des taux d'intérêt plus élevés, un dollar plus faible et des attentes d'inflation beaucoup plus fortes que ne le justifiaient à elles seules les conditions économiques intérieures.

---

22. G. K. Bouey (1982). « Politique monétaire – À la recherche d'un point d'ancrage ». Conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, Université de Toronto, Toronto, Ontario, 5 septembre.

Les mesures visant à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et à soutenir l'activité économique étaient souvent interprétées, à tort, comme un signe que la Banque menait en fait une politique inflationniste et ne ferait qu'empirer la situation. En conséquence, l'institution se trouvait obligée, pour des raisons d'ordre tactique, d'emboîter le pas aux États-Unis en matière de taux d'intérêt et de résister aux mouvements à la baisse du taux de change. Ne pas « défendre le dollar canadien » aurait donné lieu à des hausses encore plus importantes des taux d'intérêt au pays et causé un tort encore plus grave à l'économie.

Une étape importante vers la résolution de ce problème fut franchie en janvier 1988, lorsque John Crow, le nouveau gouverneur de la Banque, prononça une conférence sous les auspices de la Fondation Hanson, à l'Université de l'Alberta. M. Crow y présenta explicitement la stabilité des prix comme étant l'objectif premier de la Banque et la seule cible que celle-ci puisse raisonnablement atteindre avec les outils à sa disposition. Le gouverneur passa en revue les dures leçons apprises des expériences passées ainsi que les avantages que l'on pouvait tirer de la réalisation constante de cet objectif :

> Quel rythme faut-il imprimer à l'expansion monétaire au Canada pour obtenir l'évolution la plus favorable pour l'économie canadienne? La théorie et l'expérience — expérience pas toujours heureuse mais à coup sûr instructive — nous fournissent toutes deux une réponse très claire : la politique monétaire doit être menée de façon à produire un rythme d'expansion monétaire qui favorise la stabilité de la monnaie, c'est-à-dire qu'elle doit viser la réalisation et le maintien de prix stables[23].

C'était probablement là l'engagement le plus ferme pris par la Banque du Canada jusqu'alors à l'égard de la stabilité des prix. Cet engagement visait à convaincre le public que la Banque ferait tout ce qui était nécessaire pour réaliser cette stabilité. Du coup, les entreprises, les ménages et le gouvernement étaient avertis qu'ils seraient probablement déçus s'ils fondaient leurs plans d'investissement et de dépenses sur des anticipations inflationnistes.

La stabilité des prix, bien que souvent invoquée, n'était toutefois pas clairement définie. Elle se situait vraisemblablement à un niveau beaucoup plus bas que le taux d'inflation d'alors (lequel oscillait autour de 4 % et subissait des pressions à la hausse), mais elle ne faisait l'objet d'aucun

---

23. J. Crow (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada ». Conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, Edmonton, Alberta, 18 janvier.

énoncé explicite. En outre, la trajectoire que l'inflation était censée suivre pour que l'on parvienne à la stabilité des prix n'était pas tracée. La trajectoire souhaitée par la Banque constituait un élément important des prévisions internes de l'institution, mais elle n'était pas révélée au public.

Les cibles d'inflation : de 1991 à 2000

La situation changea en février 1991, lorsque la Banque et le ministère des Finances annoncèrent conjointement l'instauration de cibles de réduction de l'inflation. Les théoriciens de l'époque ne plaidaient pas pour des cibles directement axées sur l'inflation. En revanche, ils avaient déjà défendu brillamment l'idée d'un point d'ancrage nominal, faisant valoir qu'un engagement explicite de ce type renforcerait la responsabilisation des banques centrales, contribuerait à façonner les attentes, faciliterait le processus de désinflation et permettrait aux banques centrales d'éviter le problème connu sous le nom d'incohérence temporelle.

Selon la théorie de l'incohérence temporelle, les autorités monétaires étaient sujettes à un fort biais inflationniste. Si une banque centrale parvenait à assouplir de façon inattendue sa politique monétaire, on pourrait observer à court terme une augmentation de la production et de l'emploi. Toutefois, dès que les entreprises et les ménages se rendraient compte de la situation, ils se hâteraient d'ajuster en conséquence leurs attentes en matière d'inflation, et la production et l'emploi retourneraient à leur niveau d'équilibre initial. Connaissant le penchant des banques centrales pour ce genre de manœuvre, les entreprises et les ménages supposeraient que les autorités monétaires essaient de jouer de ruse avec eux (même en l'absence de tout projet d'assouplissement de la politique), et leurs attentes se transformeraient en anticipations inflationnistes. Le résultat de tout cela, qui tient un peu du dilemme du prisonnier, est que le taux d'inflation finissait par être plus élevé encore qu'il ne l'aurait été autrement, tandis que l'emploi et la production restaient inchangés. En l'absence d'un engagement crédible qui permette aux autorités monétaires de renoncer à ce genre de politique, la société était condamnée à une situation d'équilibre inférieure.

Le recours à des cibles explicites en matière d'inflation, bien qu'il n'ait été mis de l'avant par aucun des auteurs ayant traité de l'incohérence temporelle, pourrait être la solution à ce problème. Le fait d'annoncer publiquement ces cibles accroîtrait le coût d'un échec des efforts pour les atteindre, ce qui devrait pousser l'économie vers la situation d'équilibre souhaitée, où le taux d'inflation serait bas.

Les banques centrales n'étaient vraiment pas convaincues que les études portant sur le problème de l'incohérence temporelle décrivaient de manière

utile ou exacte la situation dans laquelle elles se trouvaient[24]. Néanmoins, l'idée d'instaurer des cibles de réduction de l'inflation leur paraissait très séduisante, mais elles hésitaient encore à passer aux actes. Leur réserve était probablement attribuable à deux facteurs. Premièrement, elles se demandaient ce qu'il adviendrait de leur crédibilité si, pour une raison quelconque, elles ne parvenaient pas à atteindre les objectifs qu'elles s'étaient fixés en matière d'inflation. Deuxièmement, elles craignaient que les cibles d'inflation soient trop contraignantes. Leur capacité de réagir à des chocs inattendus, comme une crise pétrolière ou une poussée des prix d'autres matières premières, serait en effet fortement restreinte à moins que la fourchette choisie ne soit très accommodante. Mais si la fourchette était suffisamment large pour que de telles perturbations puissent être absorbées, il était improbable qu'elle suscite la discipline et l'assurance voulues durant les périodes plus calmes.

La solution à ces deux problèmes est désormais évidente. Si les banques centrales sont incapables d'atteindre les cibles fixées et de maintenir leur trajectoire en tout temps, elles doivent en informer le public. L'absence de cibles n'améliore en rien la crédibilité des autorités monétaires. Dans des circonstances exceptionnelles, comme lors de chocs des prix des produits de base ou d'autres événements inhabituels, on pourra admettre que les cibles n'aient pu être atteintes, pourvu que les autorités monétaires aient à cela une explication plausible. L'avantage de se doter de cibles d'inflation, même si on risque parfois de ne pas les atteindre, est qu'elles fournissent une aune à laquelle les mesures de politique monétaire ainsi que leurs résultats peuvent être mesurés.

Comprendre ces grands concepts est une chose, les mettre en pratique en est une autre. Le Canada a été le deuxième pays dans la période d'après-guerre à s'être doté de cibles en matière d'inflation, le premier étant la Nouvelle-Zélande. Mais il n'est pas sûr du tout que de telles cibles auraient été adoptées aussi tôt qu'en 1991 si le gouvernement de l'époque n'avait prévu d'instaurer une nouvelle taxe sur les produits et services (TPS). Ce dernier appuyait en effet activement l'adoption de cibles d'inflation car il y voyait un moyen d'empêcher que l'augmentation ponctuelle des prix qui résulterait de l'entrée en vigueur de cette taxe ne s'enracine dans les attentes d'inflation. Plus précisément, l'adoption de cibles contribuerait à convaincre

---

24. Les banques centrales croyaient en l'existence d'un biais inflationniste dans le système, mais pensaient que les pressions venaient davantage des gouvernements que de leur désir de voir la production et l'emploi augmenter à l'occasion d'une poussée inattendue de l'inflation. (Voir P. Howitt (2000). « Learning about Monetary Policy and Theory ». Document de travail de la Brown University. Non publié.)

les employés de l'État touchés par le gel des salaires, de même que les autres salariés, que l'inflation allait être maîtrisée[25].

Au moment de l'annonce initiale, les limites inférieure et supérieure de la fourchette cible de réduction de l'inflation avaient été fixées à 2 et 4 % respectivement, avec 3 % comme point médian. Ces limites devaient diminuer progressivement par la suite pour s'établir à 1 et 3 % à la fin de 1995. Il était entendu qu'à ce moment-là, une nouvelle cible, compatible avec la stabilité des prix à long terme et fondée sur les enseignements tirés des quatre années précédentes, devait être annoncée. Au cours des neuf dernières années, les cibles de maîtrise de l'inflation ont été renouvelées à deux reprises, et à aucune d'elles le gouvernement et la Banque n'étaient convaincus que les conditions étaient propices à l'établissement définitif d'une cible à long terme. La Banque estimait que de plus amples recherches et une plus longue expérience des cibles existantes étaient nécessaires avant de s'engager envers une cible définitive.

Comme je l'ai signalé lors d'une autre conférence[26], l'adoption des cibles de maîtrise de l'inflation a eu des répercussions majeures pour la Banque et la manière dont elle mène sa politique monétaire. La plus importante a peut-être été d'inciter la Banque à une plus grande transparence. Une fois une cible explicite instaurée et sa réalisation confiée à la banque centrale, il est clair que celle-ci est vivement encouragée à s'exprimer aussi ouvertement que possible sur les tendances économiques qui risquent d'influer sur l'inflation, sur les mesures que les décideurs pourraient être appelés à prendre pour que les objectifs soient atteints, ainsi que sur les chocs susceptibles de pousser temporairement le taux d'inflation hors de la fourchette cible et sur le temps qu'il faudra pour le ramener à l'intérieur de la fourchette.

À mesure que la politique monétaire gagnait en transparence, il est devenu évident qu'elle fonctionnait plus efficacement lorsque les marchés financiers et le public comprenaient les interventions de la Banque et leurs motifs. Nous ne considérons plus l'effet de surprise comme un élément important dans la mise en œuvre de nos mesures de politique monétaire. Nous préférons que les agents économiques du secteur privé anticipent nos mesures plutôt que d'y réagir.

---

25. Le Conseil économique du Canada avait aussi recommandé, dans son rapport de 1990, que le Canada adopte des cibles en matière d'inflation. (Conseil économique du Canada (1990). *Une décennie de transitions, Vingt-septième exposé annuel*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada.)

26. G. Thiessen (1998). « Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne ». Conférence Gibson donnée à l'Université Queen's à Kingston, en Ontario, le 15 octobre 1998.

Où en sommes-nous maintenant?

Nous avons parcouru beaucoup de chemin depuis 1935 en matière de politique monétaire. Celle-ci est maintenant axée sur un seul objectif à long terme, soit la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Au Canada, comme dans d'autres pays, les autorités monétaires se sont rendu compte que c'est là la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique, et, en fait, la seule qu'elle soit constamment en mesure d'apporter. Il n'y a pas de conflit intrinsèque entre la stabilité des prix et la plupart des autres objectifs énoncés dans le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*. L'accent mis sur la stabilité des prix nous aide à éviter les erreurs du genre qu'il nous arrivait souvent de commettre lorsque nous visions directement la production et l'emploi. Les estimations optimistes au sujet de la production potentielle et du plein emploi du début des années 1970 ont introduit un fort biais inflationniste dans le processus de formulation de la politique monétaire et n'ont engendré aucune des améliorations à long terme de la tenue réelle de l'économie qu'avaient laissé espérer les recherches sur la courbe de Phillips.

La conduite actuelle de la politique monétaire diffère aussi des approches précédentes à un autre égard important. Elle est dorénavant plus ouverte et moins compliquée. Secret et surprise ne sont plus considérés comme des éléments essentiels de nos façons de procéder. La Banque essaie de travailler de pair avec les marchés, et non à leur encontre, pour éviter de les surprendre par des mesures inattendues. La plus grande transparence dont elle fait preuve facilite le processus de transmission de la politique monétaire en conditionnant les attentes des marchés et en réduisant les risques de confusion inutile quant aux motifs des mesures qu'elle prend.

Nous n'utilisons plus les contrôles directs, la persuasion morale ou les interventions actives sur le marché des changes pour agir sur les conditions du crédit intérieur ou sur la valeur externe de la monnaie. La mondialisation et la libéralisation des marchés ont fait disparaître la plupart des barrières qui séparaient les différents segments du système financier canadien et soumis ces derniers à une concurrence internationale accrue. Par conséquent, ces techniques sont devenues moins efficaces et plus coûteuses sur le plan de leur incidence sur l'efficience des marchés. Les autorités monétaires comprennent mieux à présent les limites de ces autres mesures, et sont plus ouvertes à des solutions indirectes, fondées sur les marchés.

De nos jours, la politique monétaire est mise en œuvre de manière plus simple. Les ajustements sont principalement effectués, et signalés aux marchés, au moyen de modifications, annoncées publiquement, du taux officiel d'escompte et de la fourchette opérationnelle applicable au taux du

financement à un jour. Les agents économiques privés sont ensuite libres de déterminer comment ces changements se transmettront dans le reste du système financier et dans l'économie en général. La Banque se contente de publier un communiqué dans lequel elle indique le nouveau taux officiel d'escompte, ce qui sert à arrimer les taux des échéances à court terme de la courbe de rendement.

L'autonomie et la responsabilité de la banque centrale ont aussi été mieux définies. Comme je l'ai déjà expliqué, la *Loi sur la Banque du Canada* a été modifiée en 1967 afin que le ministre des Finances puisse, au nom du gouvernement et en cas de profond désaccord au sujet de la conduite de la politique monétaire, donner à la Banque des directives détaillant les nouvelles mesures que celle-ci est censée prendre. La responsabilité ultime de la politique monétaire revient donc au gouvernement élu, ce qui est de mise dans une société démocratique. Compte tenu des répercussions qu'entraînerait le recours à ces dispositions, tout indique qu'elles ne seront utilisées que dans des circonstances exceptionnelles. Un haut degré d'autonomie opérationnelle a néanmoins été préservé pour permettre à la Banque de conserver une perspective à moyen terme dans la conduite de la politique monétaire et d'échapper aux pressions à court terme découlant du processus politique.

En outre, les cibles explicites de maîtrise de l'inflation au Canada sont établies conjointement par la Banque et le ministre des Finances. C'est ensuite à la Banque que revient la responsabilité de réaliser ces cibles. Pour qu'une institution puisse rendre efficacement compte de ses actions, la cible qu'elle poursuit doit être explicite, la responsabilité d'atteindre cette cible doit lui avoir été clairement assignée et elle doit disposer d'un instrument approprié et d'un grand degré d'autonomie opérationnelle pour y parvenir. C'est exactement ce qui a été mis en place au Canada dans le domaine de la politique monétaire.

• •

Où en sommes-nous maintenant? Nous comprenons beaucoup mieux ce qu'on est en droit d'attendre de la politique monétaire, à qui doit en être confiée la responsabilité et de quelle façon elle devrait être conduite. A-t-on poussé le processus évolutif jusqu'au bout? La transformation de la politique monétaire tire-t-elle à sa fin? La réponse est non, bien sûr. Mais je laisserai à mon successeur le soin de revenir vous voir dans quelques années et de vous entretenir des nouveaux changements qu'aura alors connus la conduite de la politique monétaire au Canada.

Bibliographie

Banque du Canada (1949). « A Method of Combining a Free Exchange Rate with the Present System of Exchange Controls in Canada », mémoire, 31 janvier, Ottawa, Archives de la Banque du Canada.

Bouey, G.K. (1982). « Politique monétaire : À la recherche d'un point d'ancrage », conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, Université de Toronto, *Revue de la Banque du Canada,* septembre, p. 3-17.

Comité permanent des finances du commerce et des questions économiques (1983). *Procès-verbaux et témoignages*, vol. 134, 28 mars, p. 12.

Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (1964). *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier,* Ottawa, Imprimeur de la Reine.

Conseil économique du Canada (1966). « Les prix, la productivité et l'emploi ». *In* : *Troisième exposé annuel*, Ottawa, imprimeur de la Reine.

——— (1990). *Une décennie de transitions. Vingt-septième exposé annuel*, Ottawa, Approvisionnements et services Canada.

Coyne, J.E. (1961). « Remarks », allocution prononcée à la réunion annuelle de la Business Paper Editors Association, 18 janvier, Ottawa.

Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'oeuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, Edmonton, *Revue de la Banque du Canada,* février, p. 3-17.

Friedman, M. (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates ». *In* : *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago, p. 157-203.

——— (1968). « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, mars, p. 1-17.

Friedman, M., D. Gordon et W.A. Mackintosh (1948). « Canada and the Problems of World Trade », transcription d'une table ronde de l'Université de Chicago organisée en collaboration avec la National Broadcasting Company, 18 avril, Chicago, University of Chicago.

Gordon, H.S. (1961). *The Economists versus the Bank of Canada*, Toronto, Ryerson Press.

Gouvernement du Canada (1934). *Loi sur la Banque du Canada*, c. B-2, préambule

Howitt, P. (2000). « Learning about Monetary Policy and Theory », Brown University Working Paper, non publié.

Keynes, J.M. (1936). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot.

Muirhead, B. (1999). « Into the Breach ». *In* : *Against the Odds: The Public Life and Times of Louis Rasminsky*, Toronto, University Press.

Mundell, R.A. (1962). « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability », *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 9, mars, p. 70-76.

Phelps, E. (1968). « Money–Wage Dynamics and Labour Market Equilibrium », *Journal of Political Economy,* vol. 76, juillet/août, p. 678-711.

Phillips, A.W. (1958). « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861–1957 », *Economica*, vol. 25, novembre, p. 283-299.

Thiessen, G.G. (1983). « The Canadian Experience with Monetary Targeting ». *In* : *Central Bank Views on Monetary Targeting*, actes d'un colloque tenu à la Federal Reserve Bank of New York, mai 1982, New York, Federal Reserve Bank of New York, p. 100-104.

——— (1998-99). « Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne », conférence Gibson donnée à l'Université Queen's, Kingston, *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 89-107.

Watts, G.S. (1993). *La Banque du Canada: Origines et premières années*, publié sous la direction de T.K. Rymes, Ottawa, Carleton University.